



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

**BOLLETTINO MENSILE  
GIUGNO**

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

05 | 2009

**06 | 2009**

07 | 2009

08 | 2009

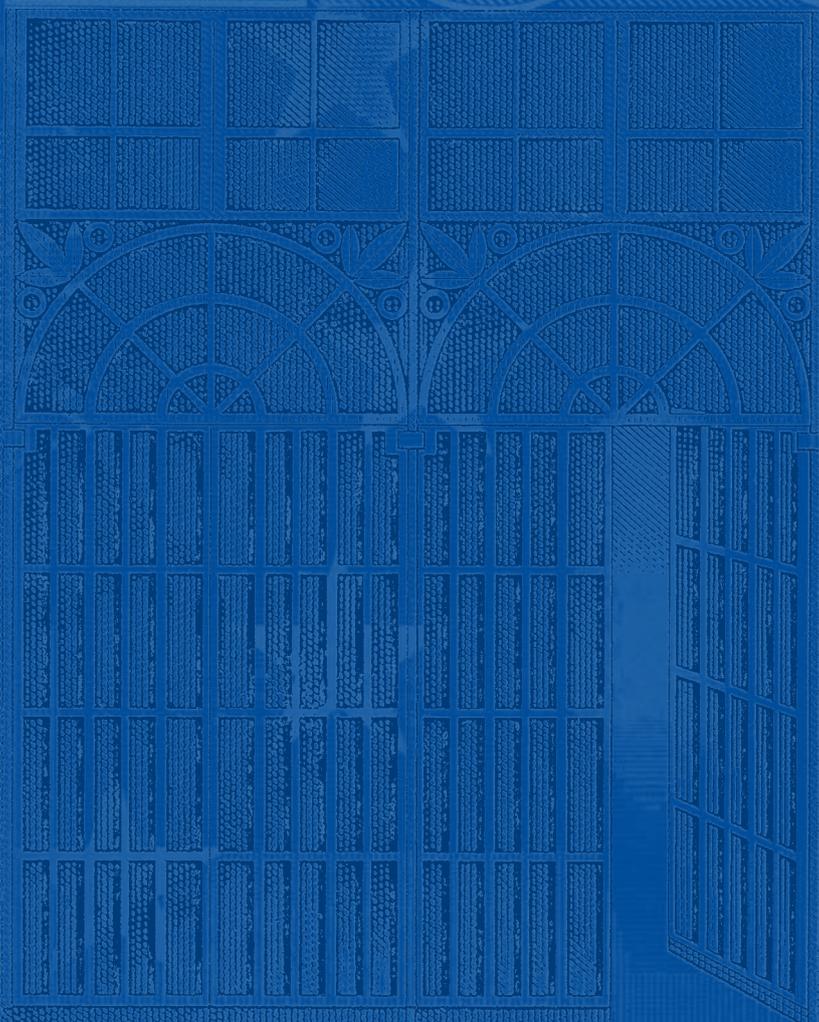
09 | 2009

10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

2009





BANCA CENTRALE EUROPEA  
EUROSISTEMA



## BOLLETTINO MENSILE GIUGNO 2009

Nel 2009 tutte  
le pubblicazioni della BCE  
saranno caratterizzate  
da un motivo tratto  
dalla banconota  
da 200 euro

© Banca Centrale Europea, 2009

**Indirizzo**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main - Germany

**Indirizzo postale**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main - Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

<http://www.ecb.europa.eu>

**Fax**

+49 69 1344 6000

*Questo Bollettino è stato predisposto  
sotto la responsabilità del Comitato  
esecutivo della BCE.*

*Traduzione e pubblicazione  
a cura della Banca d'Italia.  
Tutti i diritti riservati.*

*È consentita la riproduzione  
a fini didattici e non commerciali,  
a condizione che venga citata la fonte.*

*Le statistiche contenute  
in questo numero sono aggiornate  
al 3 giugno 2009.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di giugno 2009  
presso il Centro Stampa  
della Banca d'Italia in Roma.*



# INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>	<b>7</b> Il rapporto del 2009 sull'invecchiamento della popolazione: aggiornamento delle proiezioni per la spesa pubblica connessa all'evoluzione demografica	<b>90</b>
<b>DECISIONI DEL CONSIGLIO DIRETTIVO IN MATERIA DI MISURE NON CONVENZIONALI</b>	<b>9</b>	<b>8</b> Ipotesi tecniche riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi delle materie prime e le politiche di bilancio	<b>94</b>
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>		<b>9</b> Previsioni formulate da altre organizzazioni	<b>98</b>
Il contesto esterno all'area dell'euro	<b>13</b>	<b>10</b> Il rallentamento dell'interscambio dell'area dell'euro	<b>104</b>
Gli andamenti monetari e finanziari	<b>21</b>		
Prezzi e costi	<b>59</b>		
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	<b>74</b>		
La finanza pubblica	<b>86</b>		
Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema			
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti			
<b>Riquadri:</b>			
1 Andamenti recenti degli acquisti da parte delle IFM di titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro	<b>25</b>		
2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dall'11 febbraio al 12 maggio 2009	<b>36</b>		
3 Il finanziamento esterno delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti	<b>51</b>		
4 Andamenti recenti di alcune misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro	<b>60</b>		
5 Andamenti recenti del mercato delle abitazioni nell'area dell'euro	<b>70</b>		
6 Correzioni del mercato del lavoro durante l'attuale contrazione dell'attività economica	<b>83</b>		
		<b>STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>SI</b>
		<b>ALLEGATI</b>	
	<b>94</b>	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	<b>I</b>
	<b>99</b>	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2008	<b>V</b>
		Glossario	<b>XIII</b>

## SIGLARIO

### PAESI

BE	Belgio	HU	Ungheria
BG	Bulgaria	MT	Malta
CZ	Repubblica Ceca	NL	Paesi Bassi
DK	Danimarca	AT	Austria
DE	Germania	PL	Polonia
EE	Estonia	PT	Portogallo
IE	Irlanda	RO	Romania
GR	Grecia	SI	Slovenia
ES	Spagna	SK	Slovacchia
FR	Francia	FI	Finlandia
IT	Italia	SE	Svezia
CY	Cipro	UK	Regno Unito
LV	Lettonia	JP	Giappone
LT	Lituania	US	Stati Uniti
LU	Lussemburgo		

### ALTRE

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
b.d.p.	bilancia dei pagamenti
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	Certificati di deposito
CLUPM	Costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
ECU	Unità monetaria europea
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
HWWI	Istituto per l'economia internazionale di Amburgo
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	Indice dei prezzi al consumo
IPP	Indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
NACE rev. 1	Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (1ª revisione)
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 4	Standard International Trade Classification (4ª revisione)
TCE	Tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

**Secondo la consuetudine della Comunità, i paesi UE sono elencati in questo Bollettino utilizzando l'ordine alfabetico dei nomi dei paesi nelle rispettive lingue nazionali.**

## EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 4 giugno, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. I tassi correnti risultano adeguati, tenuto conto delle decisioni adottate dal Consiglio direttivo agli inizi di maggio, incluse le misure di maggiore sostegno al credito, e dell'insieme delle informazioni e delle analisi che si sono rese disponibili da allora. Il Consiglio direttivo ha ribadito l'aspettativa che l'evoluzione dei prezzi nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria continui a essere frenata dall'indebolimento pronunciato dell'attività economica nell'area dell'euro e a livello mondiale. Secondo le attese che emergono dalle indagini recenti, dopo due trimestri di crescita fortemente negativa l'attività economica dovrebbe diminuire a ritmi molto più contenuti nella rimanente parte del 2009. Ci si aspetta che, dopo una fase di stabilizzazione, i tassi di crescita sul trimestre precedente risultino positivi entro la metà del 2010. Questa valutazione tiene conto di effetti avversi ritardati che verosimilmente si concretizzeranno nei prossimi mesi, tra i quali l'ulteriore deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Al tempo stesso gli indicatori disponibili delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine permangono saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. I risultati dell'analisi monetaria confermano la valutazione di spinte inflazionistiche moderate, a fronte di un'ulteriore decelerazione della moneta e del credito su base annua. In questo contesto, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, sostenendo il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro.

Per quanto riguarda l'analisi economica, nel primo trimestre del 2009 si è registrato un notevole indebolimento dell'economia, che riflette l'impatto delle turbolenze nei mercati finanziari e in particolare la brusca diminuzione della domanda e degli scambi commerciali a livello mondiale. La prima stima dell'Eurostat indica una contrazione del 2,5 per cento dell'attività economica nell'area dell'euro sul trimestre

precedente, dopo un calo dell'1,8 per cento nel quarto trimestre del 2008. Tale andamento avrà un significativo impatto negativo sul tasso di crescita medio del 2009. Tuttavia, più di recente i dati delle indagini congiunturali hanno mostrato miglioramenti, ancorché molto modesti. In linea con tale evidenza, dopo un primo trimestre di estrema debolezza, ci si attende che l'attività diminuisca a ritmi molto più contenuti nella rimanente parte dell'anno. Dopo una fase di stabilizzazione, ci si aspetta che i tassi di crescita sul trimestre precedente risultino positivi entro la metà del 2010.

Tale valutazione è sostanzialmente in linea con le proiezioni macroeconomiche di giugno 2009 formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano una crescita sui dodici mesi del PIL in termini reali compresa tra il -5,1 e il -4,1 per cento nel 2009 e tra il -1,0 e lo 0,4 per cento nel 2010. Rispetto alle proiezioni di marzo 2009, elaborate dagli esperti della BCE, questi intervalli sono stati riveduti al ribasso, in particolare per il 2009. A tale revisione hanno contribuito in misura significativa un considerevole effetto negativo di trascinamento derivante dall'anno precedente e il risultato molto modesto registrato nel primo trimestre del 2009. La graduale ripresa prospettata per il 2010, con un ritorno della crescita su livelli positivi entro la metà dell'anno, è riconducibile agli effetti dei significativi interventi di stimolo macroeconomico in atto e alle misure adottate sinora per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario, sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro. Le previsioni delle organizzazioni internazionali sono sostanzialmente in linea con le proiezioni di giugno 2009 formulate dagli esperti dell'Eurosistema, tenuto conto dei risultati del primo trimestre.

Il Consiglio direttivo ritiene che le prospettive economiche siano soggette a rischi bilanciati. Dal lato positivo, effetti più marcati del previsto potrebbero derivare dalle vaste misure di stimolo macroeconomico in atto e dagli altri interventi sul piano delle politiche. Anche il clima di fiducia potrebbe migliorare più rapidamente rispetto alle attese correnti. Dal lato negativo permango-

no invece i timori riguardo alla potenziale incidenza dei seguenti fattori: un maggiore impatto delle turbolenze finanziarie sull'economia reale, andamenti più sfavorevoli nel mercato del lavoro, l'intensificarsi delle spinte protezionistiche e, infine, un'evoluzione avversa dell'economia mondiale dovuta a una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Passando ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per maggio un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC dello 0,0 per cento, rispetto allo 0,6 di aprile. L'ulteriore calo dei tassi di inflazione, pienamente anticipato, riflette soprattutto gli effetti base derivanti dalle brusche oscillazioni dei prezzi delle materie prime osservate a livello mondiale negli ultimi dodici mesi.

In prospettiva, a seguito di tali effetti i tassi di inflazione dovrebbero registrare un'ulteriore diminuzione restando temporaneamente negativi nei prossimi mesi, per poi tornare in territorio positivo entro la fine del 2009. Queste variazioni di breve periodo non sono, tuttavia, rilevanti nella prospettiva della politica monetaria. In un orizzonte temporale più ampio ci si attende che l'evoluzione dei prezzi e dei costi continui a essere frenata dal perdurante ristagno della domanda nell'area dell'euro e al di fuori dei suoi confini.

Tali prospettive sono coerenti con le proiezioni di giugno 2009 formulate dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano tassi di inflazione sui dodici mesi per l'area dell'euro, misurati sullo IAPC, compresi fra lo 0,1 dello 0,5 per cento nel 2009, con una lieve revisione al ribasso rispetto alle proiezioni di marzo elaborate dagli esperti della BCE. Per il 2010, l'intervallo prospettato in giugno è dello 0,6-1,4 per cento, sostanzialmente invariato rispetto alle proiezioni di marzo. Le previsioni divulgate dalle organizzazioni internazionali tracciano un quadro simile.

Al riguardo è importante ribadire che gli indicatori delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine restano saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Queste proiezioni sono soggette a rischi sostanzialmente bilanciati. I rischi al ribasso sono connessi in particolare alle prospettive per l'attività economica, mentre quelli al rialzo riguardano prezzi delle materie prime più elevati rispetto alle attese. Gli incrementi dell'imposizione indiretta e dei prezzi amministrati potrebbero inoltre superare le aspettative correnti, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni.

Per quanto riguarda l'analisi monetaria, gli ultimi dati confermano il continuo rallentamento dell'espansione di fondo della moneta, confortando la valutazione di spinte inflazionistiche moderate. In aprile hanno mostrato un'ulteriore riduzione la crescita sui dodici mesi di M3, al 4,9 per cento, e quella dei prestiti al settore privato, al 2,4. Tuttavia, soprattutto per quanto riguarda l'espansione di M3, il ritmo di diminuzione è stato inferiore a quello dei mesi precedenti, rispecchiando la crescita vivace degli aggregati monetari in aprile.

Gli andamenti più recenti delle componenti di M3 continuano a riflettere in ampia misura l'impatto delle passate riduzioni dei tassi d'interesse di riferimento della BCE, che hanno determinato una diminuzione dei tassi di interesse corrisposti su diverse tipologie di depositi nonché un assottigliamento dei relativi differenziali. Ciò ha comportato, ad esempio, per gli operatori un costo opportunità inferiore nel trasferire fondi verso depositi a vista altamente liquidi e spiega il rafforzamento della crescita di M1 sui dodici mesi, all'8,4 per cento, in aprile. Al tempo stesso, la minore remunerazione di altri depositi a breve termine e strumenti negoziabili continua a stimolare flussi di fondi verso strumenti non compresi in M3.

I prestiti in essere delle IFM al settore privato hanno registrato un'ulteriore lieve contrazione in aprile. Ancora una volta questo andamento è principalmente riconducibile a un flusso negativo dei prestiti a breve termine a favore delle società non finanziarie, che riflette in parte un minore fabbisogno di capitale circolante dato il brusco deterioramento dell'attività economica e delle prospettive di mercato nei primi mesi

dell'anno, nonché un maggiore ricorso alle riserve di liquidità proprie per provvedere a tale fabbisogno. Sono rimasti invece positivi i prestiti a più lungo termine a favore delle società non finanziarie. Le passate riduzioni dei tassi di riferimento della BCE hanno continuato a trasmettersi ai tassi sui prestiti a favore sia delle società non finanziarie sia delle famiglie. Il miglioramento delle condizioni di finanziamento che ne deriva dovrebbe seguire a sostenere l'attività economica nel prossimo periodo. Tuttavia, in vista delle sfide che si prospettano, le banche dovrebbero adottare misure adeguate per l'ulteriore rafforzamento della propria componente patrimoniale e, ove opportuno, dovrebbero sfruttare appieno gli interventi pubblici a sostegno del settore finanziario, in particolare per quanto riguarda la ricapitalizzazione.

In sintesi, i tassi d'interesse di riferimento correnti della BCE risultano adeguati, tenuto conto delle decisioni adottate dal Consiglio direttivo agli inizi di maggio, incluse le misure di maggiore sostegno al credito, e dell'insieme delle informazioni e delle analisi che si sono rese disponibili da allora. Il Consiglio direttivo ha ribadito l'aspettativa che l'evoluzione dei prezzi nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria continui a essere frenata dall'indebolimento pronunciato dell'attività economica nell'area dell'euro e a livello mondiale. Secondo le attese che emergono dalle indagini recenti, dopo due trimestri di crescita fortemente negativa l'attività economica dovrebbe diminuire a ritmi molto più contenuti nella rimanente parte dell'anno. Ci si aspetta che, dopo una fase di stabilizzazione, i tassi di crescita sul trimestre precedente risultino positivi entro la metà del 2010. Questa valutazione tiene conto di effetti ritardati avversi che verosimilmente si concretizzeranno nei prossimi mesi, tra i quali l'ulteriore deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Al tempo stesso gli indicatori disponibili delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine permangono saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. La verifica incrociata con i risultati dell'analisi monetaria con-

ferma la valutazione di spinte inflazionistiche moderate, a fronte di un'ulteriore decelerazione della moneta e del credito su base annua. In questo contesto, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, sostenendo il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro.

Dato lo sfasamento temporale con cui le decisioni di politica monetaria esplicano i propri effetti, progressivamente si realizzerà la piena trasmissione degli interventi del Consiglio direttivo all'economia. Grazie all'insieme delle misure adottate, la politica monetaria fornirà quindi un continuo sostegno alle famiglie e alle imprese. Quando si osserverà un miglioramento del contesto macroeconomico, il Consiglio direttivo assicurerà che le misure intraprese e la liquidità erogata possano essere rapidamente riassorbite, in modo da contrastare con tempestività ed efficacia qualsiasi rischio per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Il Consiglio direttivo seguirà ad assicurare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio termine, che risulta indispensabile per promuovere la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuisce alla stabilità finanziaria. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, le ultime previsioni della Commissione europea indicano un netto incremento del rapporto disavanzo pubblico/PIL dell'area dell'euro nel 2009. Si prevede che tale rapporto aumenti dall'1,9 per cento del 2008 al 5,3 nel 2009 e, ulteriormente, al 6,5 nel 2010, mentre il rapporto debito/PIL dovrebbe eccedere l'80 per cento nel 2010. Ci si aspetta che nel 2009 e nel 2010 la vasta maggioranza dei paesi dell'area dell'euro superi il valore di riferimento del 3 per cento stabilito per il rapporto disavanzo/PIL. Per assicurare fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche sarà necessario uno sforzo ambizioso e credibile di risanamento in modo da ripristinare quanto prima solide posizioni di bilancio, a cui contribuisca la piena applicazione delle disposizioni del Patto di stabilità e crescita. Il rapido conseguimento di solide posizioni di bilancio sarà

necessario per consentire ai paesi di affrontare gli oneri aggiuntivi connessi all'invecchiamento demografico nonché i rischi derivanti dalle garanzie statali fornite per la stabilizzazione dei settori finanziari.

Per quanto concerne le politiche strutturali, vi sono forti motivazioni per intraprendere ulteriori sforzi a sostegno del potenziale di crescita dell'area dell'euro. In questo momento è indispensabile adoperarsi soprattutto per rafforzare la capacità di adeguamento e la flessibilità dell'economia dell'area dell'euro in conformità al principio

di un'economia di mercato aperta. La situazione corrente può infatti catalizzare l'attuazione delle necessarie riforme interne, in particolare nel mercato del lavoro per agevolare un adeguato processo di formazione dei salari e la mobilità del lavoro a livello settoriale e regionale, nonché nei mercati dei beni e servizi per promuovere la concorrenza e accelerare la ristrutturazione e la crescita della produttività. Contestualmente occorre intraprendere in modo tempestivo la graduale sospensione di numerose misure adottate negli ultimi mesi sul piano delle politiche a sostegno di settori specifici dell'economia.

## DECISIONI DEL CONSIGLIO DIRETTIVO IN MATERIA DI MISURE NON CONVENZIONALI

Il 7 maggio il Consiglio direttivo della BCE ha abbassato ulteriormente il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale, rispettivamente all'1 e 1,75 per cento, mentre ha mantenuto invariato allo 0,25 per cento il tasso sui depositi presso la banca centrale. Pertanto, rispetto a ottobre 2008, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali registra una diminuzione totale di 325 punti base. Il 4 giugno il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare inalterati i tassi di interesse di riferimento della BCE.

Oltre a operare le suddette riduzioni, il 7 maggio il Consiglio direttivo ha anche deciso di portare avanti la propria linea di maggiore sostegno al credito. Coerentemente con le operazioni effettuate dall'ottobre scorso, riconoscendo il ruolo centrale svolto dal sistema bancario nel finanziamento dell'economia dell'area dell'euro, l'Eurosistema condurrà operazioni di rifinanziamento, finalizzate all'immissione di liquidità, a più lungo termine aventi scadenza a un anno mediante procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. Il Consiglio direttivo ha inoltre stabilito che la Banca europea per gli investimenti (BEI) verrà considerata controparte idonea nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema a partire dall'8 luglio 2009 e alle medesime condizioni delle altre controparti. Infine, ha deciso in linea di principio l'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area. Ulteriori dettagli di questa misura sono stati annunciati dopo la riunione del 4 giugno.

### MISURE NON CONVENZIONALI ATTUATE TRA OTTOBRE 2008 E MAGGIO 2009

Dall'intensificarsi della crisi finanziaria nel settembre 2008 e sullo sfondo della rapida attenuazione delle spinte inflazionistiche, la BCE ha adottato una serie di misure di politica monetaria e gestione della liquidità la cui natura, portata ed estensione risultano senza precedenti.

All'inizio della crisi la BCE ha attuato misure incisive di gestione della liquidità, intese

a preservare il flusso di crediti verso l'economia dell'area dell'euro e fare in modo che le decisioni di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo trovassero riflesso nelle condizioni dei mercati monetari e creditizi. Un elemento fondamentale in questo contesto è rappresentato dalla decisione dell'ottobre 2008, con cui il Consiglio direttivo ha accresciuto la frequenza e l'entità delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (con scadenza fino a sei mesi) e disposto la conduzione di tutte le operazioni finalizzate a immettere liquidità attraverso una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. La BCE ha inoltre fornito fondi in dollari statunitensi e in franchi svizzeri attraverso operazioni di *swap* in valuta. Data la significatività delle modifiche del quadro operativo della BCE, queste misure possono essere definite non convenzionali.

Nell'insieme, le suddette misure non convenzionali avrebbero svolto un ruolo cruciale nel mitigare il rischio di finanziamento e fornire un sostegno finanziario all'economia per il tramite delle banche.

Gli ultimi mesi hanno di conseguenza visto un calo consistente dei tassi di interesse a termine del mercato monetario e di quelli sui prestiti, scesi ancor più rapidamente del tasso di riferimento ufficiale. Le decisioni di politica monetaria e le misure di gestione della liquidità adottate dalla BCE sono pertanto riuscite a evitare una forte contrazione dei volumi di credito.

### ULTERIORE RAFFORZAMENTO DELLE MISURE NON CONVENZIONALI

Nella riunione del 7 maggio il Consiglio direttivo ha deciso di rafforzare ulteriormente il proprio insieme di misure non convenzionali.

In primo luogo la BCE condurrà operazioni di rifinanziamento a più lungo termine finalizzate all'immissione di liquidità con scadenza a dodici mesi, su base trimestrale. Questa misura ha lo scopo di migliorare la liquidità delle banche a condizioni molto vantaggiose

e di promuovere ulteriormente la riduzione dei differenziali sui tassi a termine del mercato monetario incoraggiando nel contempo le banche a mantenere ed estendere il credito alla clientela, una componente fondamentale del sistema finanziario dell'area dell'euro. E' pienamente in linea con i provvedimenti adottati dall'ottobre 2008, poiché opera anch'essa attraverso le banche. Le nuove operazioni saranno condotte mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. Il tasso applicato alla prima, che sarà annunciata il 23 giugno 2009, coinciderà con quello utilizzato per le operazioni di rifinanziamento principali dello stesso periodo. In seguito, secondo le circostanze del momento, potrà comprendere anche uno spread rispetto al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali. Assieme alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine già esistenti, l'offerta di fondi – che in linea di principio è illimitata – dovrebbe contribuire a mantenere i tassi di interesse del mercato monetario a dodici mesi su livelli contenuti.

In secondo luogo l'Eurosistema acquisterà obbligazioni garantite (*covered bond*) denominate in euro ed emesse nell'area. Tale misura è intesa ad accrescere la liquidità nel mercato dei titoli di debito del settore privato e promuovere un ulteriore allentamento delle condizioni del credito in quanto è probabile che il processo di riduzione della leva finanziaria nel settore bancario, recentemente acceleratosi, continui ancora per qualche tempo. Nello specifico, gli acquisti di obbligazioni garantite sul mercato sia primario sia secondario dovrebbero migliorare le condizioni di finanziamento delle istituzioni finanziarie emittenti. Quelli sul mercato secondario dovrebbero invece favorire un aumento di spessore e liquidità dei mercati e restringere ulteriormente il differenziale di rendimento tra i suddetti titoli e le obbligazioni di Stato. Si ritiene che questo possa migliorare il profilo di rischio delle istituzioni che detengono obbligazioni garantite, agevolando di conseguenza l'espansione del credito. Gli acquisti potrebbero inoltre favorire un aumento dell'attività di emissione nel mercato

primario e degli scambi in quello secondario, al momento ancora modesti.

Quanto sopra andrà a integrare e rafforzare il sostegno offerto dalla BCE al sistema bancario.

I dettagli relativi agli acquisti di obbligazioni garantite sono stati definiti nella riunione del Consiglio direttivo del 4 giugno. Verranno effettuati acquisti diretti per un importo pari a 60 miliardi di euro sui mercati sia primari sia secondari; in tali acquisti saranno inclusi sia i titoli conformi alla Direttiva concernente gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) sia quelli strutturati non conformi che sono stanziabili nelle operazioni monetarie e che offrono garanzie simili a quelle richieste dalla direttiva per le obbligazioni garantite. Il *pool* di obbligazioni garantite idonee comprenderà le esposizioni verso soggetti pubblici e privati, fatto salvo il rispetto delle restrizioni di cui all'articolo 101 del Trattato che istituisce la Comunità europea. Questi titoli avranno un taglio minimo di norma pari a circa 500 milioni di euro e comunque non inferiore a 100 milioni, nonché, di norma, un rating di AA o equivalente assegnato da almeno una delle agenzie principali (Fitch, Moody's, S&P o DBRS) e in ogni caso non inferiore a BBB-/Baa3 per le obbligazioni garantite emesse nell'area dell'euro dalle istituzioni residenti. Le controparti nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema e quelle accettate dai membri dell'Eurosistema per i loro investimenti di portafoglio denominati in euro saranno considerate idonee ai fini degli acquisti di obbligazioni garantite. Tali acquisti inizieranno nel luglio 2009 e dovrebbero concludersi entro la fine di giugno 2010.

In terzo luogo la BEI verrà considerata controparte idonea nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema a partire dall'8 luglio 2009 e alle medesime condizioni delle altre controparti. Ampliando il novero delle controparti idonee nelle operazioni dell'Eurosistema, la BCE ha integrato le misure a sostegno

del credito nell'area dell'euro. Ciò accrescerà ulteriormente il contributo della BEI, un'importante istituzione creditizia europea che è particolarmente attiva nei prestiti alle piccole e medie imprese dell'area.

### CONCLUSIONI

Tutte le misure non convenzionali adottate dal Consiglio direttivo perseguono il mantenimento della stabilità dei prezzi a medio termine e il saldo ancoraggio delle aspettative di infla-

zione in linea con la stabilità dei prezzi. Esse sostengono le condizioni di finanziamento ben al di là di quanto sarebbe ottenibile con la sola manovra di riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE.

Poiché è soggetta a ritardi e si realizza attraverso un canale colpito in misura crescente dalle tensioni nel settore finanziario, la piena trasmissione di queste misure all'economia richiederà del tempo.





# ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

## I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

*Benché l'economia mondiale sia ancora contraddistinta da una recessione profonda e altamente sincronizzata, gli indicatori più recenti segnalano una diminuzione del ritmo di deterioramento anche se non ancora l'inizio di una ripresa solida. Le spinte inflazionistiche a livello internazionale si sono rapidamente attenuate negli ultimi mesi, per il minor grado di utilizzo della capacità produttiva e la caduta dei prezzi delle materie prime. Le prospettive economiche mondiali restano soggette a livelli eccezionalmente elevati di incertezza, ma i rischi per l'attività sono lievemente più equilibrati alla luce del lento calo dell'avversione al rischio nei mercati finanziari mondiali.*

### I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

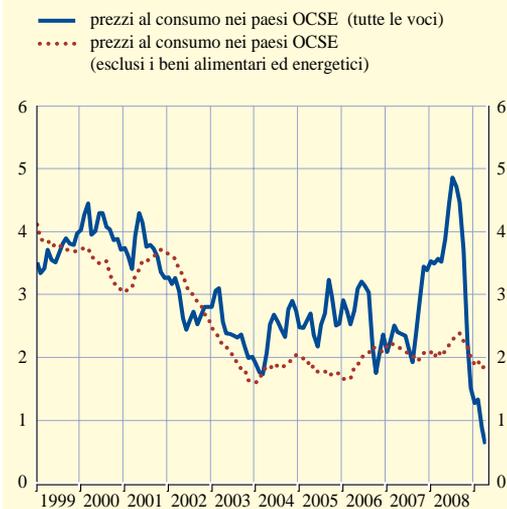
Benché l'economia mondiale si trovi ancora in una fase di recessione profonda e altamente sincronizzata, gli indicatori recenti segnalano che il ritmo di deterioramento è diminuito. Durante il primo trimestre del 2009 l'attività globale è rimasta molto debole, dopo la contrazione del periodo precedente. Nelle economie avanzate, la flessione dei prezzi delle attività e le esigenze di correzione dei bilanci di società finanziarie e famiglie hanno generato sia effetti ricchezza sfavorevoli sia ripercussioni negative in termini di fiducia ostacolando i consumi e gli investimenti. I mercati emergenti hanno risentito della decelerazione nelle economie avanzate. L'interscambio mondiale ha registrato un calo inedito e sincronizzato a cavallo tra il 2008 e il 2009, in parallelo con la caduta dell'attività su scala mondiale.

I recenti riscontri basati su indicatori segnalano un minor ritmo di contrazione dell'economia mondiale, ma non ancora gli inizi di una ripresa solida. Negli ultimi sei mesi l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo alla produzione ha continuato a salire rispetto ai minimi di novembre. Resta tuttavia inferiore al valore soglia fra contrazione ed espansione in tutte le categorie, a indicare che nei vari settori dell'economia globale prosegue il ridimensionamento dell'attività. Reagendo in parte ad azioni ufficiali incisive che negli ultimi mesi hanno esercitato effetti crescenti in tutto il mondo, l'estrema avversione al rischio degli operatori è lievemente diminuita. Le condizioni di finanziamento in importanti segmenti di mercato sono tuttavia rimaste relativamente tese, nonostante il basso livello dei tassi di interesse.

Allo stesso tempo, nel periodo recente le spinte inflazionistiche a livello mondiale si sono rapidamente attenuate. In aprile l'inflazione generale al consumo sui dodici mesi è stata pari allo 0,6 per cento nell'insieme dell'OCSE, inferiore rispetto al picco di quasi il 5 per cento del luglio 2008, ed è diventata negativa in alcune tra le principali economie avanzate. Questa flessione su scala internazionale è principalmente riconducibile al minor grado di utilizzo della capacità produttiva, conseguente al rallentamento dell'attività economica mondiale, e ai ribassi delle materie prime. I corsi petroliferi sono aumentati gradualmente negli ultimi tre mesi, ma restano comunque sostanzialmente più bassi rispetto a

Figura 1 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

un anno prima. In maggio, ad esempio, il greggio di qualità Brent si collocava su valori inferiori di oltre la metà a quelli dello stesso mese del 2008. L'importanza dei prezzi delle materie prime per le tendenze inflazionistiche correnti trova altresì riflesso nell'inflazione calcolata al netto dei beni alimentari ed energetici per l'insieme dei paesi dell'OCSE: in aprile è stata pari all'1,9 per cento sui dodici mesi, un valore prossimo a quelli osservati negli ultimi anni. Le attese di inflazione restano ancorate in territorio saldamente positivo, a indicare che le spinte disinflazionistiche su scala internazionale sono per lo più considerate transitorie.

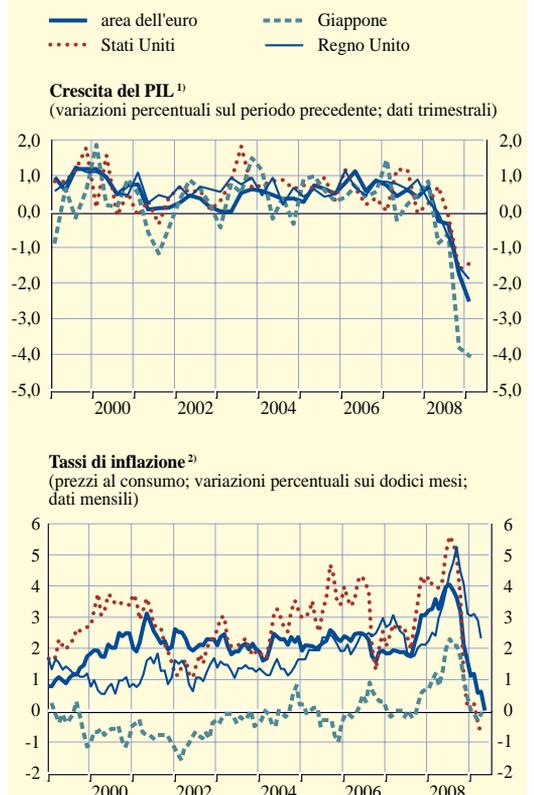
### STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività è rimasta debole. L'economia ha continuato a contrarsi nel primo trimestre del 2009, ma con un ritmo inferiore al previsto. Le stime preliminari segnalano che il PIL in termini reali è diminuito del 5,7 per cento in ragione d'anno, dopo il 6,3 per cento del quarto trimestre 2008. Il miglioramento rispetto alla stima precedente (-6,1 per cento) va ricondotto alla valutazione meno negativa delle scorte e alla riduzione del disavanzo commerciale. Le esportazioni, le scorte e gli investimenti fissi delle imprese hanno continuato a frenare l'economia nel primo trimestre e sono stati solo in parte compensati dalla caduta delle importazioni e dall'aumento della spesa per consumi.

Con riferimento ai prezzi, in aprile l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è divenuta ancora più negativa (-0,7 per cento, da -0,4 in marzo). Questo calo è stato trainato in larga misura da effetti base derivanti dal netto ridimensionamento dei prezzi dei beni energetici. Il tasso calcolato al netto delle componenti alimentare ed energetica è aumentato, passando dall'1,8 in marzo all'1,9 per cento in aprile.

Le prospettive per l'attività economica statunitense restano offuscate. È probabile che il deterioramento delle condizioni sul mercato del lavoro e gli sforzi compiuti dalle famiglie per ricostituire i risparmi e ridurre il debito accumulato negli anni precedenti esercitino notevoli spinte al ribasso sui consumi. Gli investimenti delle imprese dovrebbero restare modesti, in considerazione del contenimento del credito e delle incertezze circa gli andamenti economici futuri. È inoltre verosimile che il contributo della domanda estera alla crescita statunitense sia debole nel periodo a venire, data la scarsa dinamica dell'economia a livello mondiale. La graduale stabilizzazione dei dati recenti sulla spesa per consumi, l'attività del settore immobiliare e il clima di fiducia dei consumatori sembra tuttavia indicare una diminuzione del ritmo di deterioramento economico. La domanda interna dovrebbe trarre beneficio dalla consistente azio-

**Figura 2 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate**



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono destagionalizzati.  
2) Misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito, sull'indice dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti e il Giappone.

ne di stimolo in atto. Inoltre, la rapida diminuzione delle scorte può essere considerata un segnale favorevole per le prospettive di ripresa graduale. Con riferimento ai prezzi, gli effetti base derivanti dal forte ribasso dei beni energetici dovrebbero temporaneamente determinare tassi di inflazione complessiva sui dodici mesi ancora più negativi di quelli osservati nel periodo recente. Il notevole eccesso di capacità produttiva dovrebbe limitare le pressioni al rialzo sui prezzi.

La generale debolezza del contesto economico trova riflesso nelle proiezioni dei membri del Federal Open Market Committee (FOMC), pubblicate con il verbale della riunione del 28-29 aprile. Anche se il FOMC ha rilevato "alcuni segnali indicativi di una stabilizzazione dell'economia", la tendenza centrale delle proiezioni per la crescita del PIL statunitense in termini reali (nel quarto trimestre, sul periodo corrispondente) è compresa tra -2,0 e -1,3 per cento nel 2009, 2,0 e 3,0 per cento nel 2010 e 3,5 e 4,8 per cento nel 2011. Ciò rappresenta una sensibile revisione al ribasso rispetto alle proiezioni di gennaio, che collocavano la crescita del prodotto in termini reali tra -1,3 e -0,5 per cento nel 2009 e 2,5 e 3,3 per cento nel 2010.

## GIAPPONE

Secondo la prima stima preliminare del Cabinet Office, nel primo trimestre del 2009 il calo del prodotto si è accentuato in Giappone. Il PIL è diminuito del 4,0 per cento sul periodo precedente, registrando un calo di dimensioni inedite e il quarto trimestre consecutivo di crescita negativa. I deludenti risultati economici dei primi tre mesi dell'anno sono principalmente riconducibili alla caduta delle esportazioni (-26 per cento sul trimestre precedente), degli investimenti privati (-10,4 per cento), degli investimenti immobiliari (-5,4 per cento) e dei consumi (-1,1 per cento). Il Cabinet Office ha inoltre rivisto verso il basso (da -3,2 a -3,8 per cento) le stime di crescita del PIL sul periodo precedente nel quarto trimestre del 2008, che risultano così le più negative mai registrate dopo quelle del primo trimestre del 2009. Ciò riflette la correzione al ribasso sia dei consumi e degli investimenti privati sia delle esportazioni.

I prezzi al consumo hanno continuato a diminuire dagli inizi del 2009 per il calo dei prezzi dei beni energetici e il minor grado di utilizzo della capacità produttiva. In aprile il tasso sui dodici mesi misurato sull'IPC complessivo si è mantenuto negativo (-0,1 per cento, contro -0,3 in marzo), mentre quello calcolato escludendo le componenti alimentare ed energetica è risultato pari a -0,4 per cento. L'inflazione di fondo, vale a dire al netto degli alimentari freschi, è rimasta invariata (-0,1 per cento).

Il 22 maggio la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato a circa lo 0,1 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

Guardando al futuro, le prospettive per l'economia giapponese rimangono modeste anche se si prevede una moderazione del ritmo di deterioramento. Si ritiene che le esportazioni abbiano toccato il punto minimo nel primo trimestre ed è probabile che la ripresa economica dipenda dal ritorno della domanda estera su un sentiero di crescita.

## REGNO UNITO

Nel Regno Unito il PIL in termini reali è diminuito negli ultimi trimestri, mentre l'inflazione ha subito un calo pronunciato in aprile 2009 dopo essere rimasta piuttosto elevata nei mesi precedenti. Le stime dell'Office for National Statistics segnalano che il PIL è sceso dell'1,9 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre del 2009, dopo una caduta dell'1,6 per cento nel quarto del 2008. Il deterioramento è stato particolarmente sensibile nel settore manifatturiero (-6,2 per cento). In prospettiva si prevede un'ulteriore contrazione del PIL in termini reali, poiché è probabile che il calo

dell'occupazione e della ricchezza sia immobiliare sia finanziaria e l'inasprimento dei criteri di erogazione del credito continuano a gravare sulla spesa per consumi nel breve periodo. I prezzi delle abitazioni scendono dall'insorgere della crisi finanziaria a metà 2007 e in aprile l'indice Halifax dei prezzi delle abitazioni è diminuito del 17,7 per cento sui dodici mesi. Dopo un lieve aumento agli inizi del 2009 (forse riconducibile al fatto che l'indebolimento del cambio ha esercitato effetti di trasmissione maggiori del previsto sui prezzi al consumo), l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa notevolmente in aprile (al 2,3 per cento, dal 2,9 di marzo). Per il futuro se ne prevede un ulteriore calo, che la porterebbe al di sotto dell'obiettivo fissato dal governo al 2 per cento. Negli ultimi mesi la Bank of England si è orientata verso una politica di allentamento quantitativo. In particolare, a marzo il Monetary Policy Committee ha deciso di varare un programma di acquisto di attività per 75 miliardi di sterline (successivamente portato a 125 miliardi in maggio) finanziandolo con l'emissione di riserve della banca centrale.

#### **ALTRI PAESI EUROPEI**

In gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro la debole attività degli ultimi trimestri si è accompagnata a un calo dell'inflazione. Sia in Svezia sia in Danimarca la crescita del PIL in termini reali ha continuato a diminuire. In Svezia è stata pari a -0,9 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre 2009 per l'inasprimento delle condizioni finanziarie, l'indebolimento della domanda estera e l'adozione di comportamenti di spesa più cauti da parte delle famiglie. I medesimi fattori hanno depresso l'attività economica in Danimarca, dove il prodotto è diminuito dell'1,9 per cento nel quarto trimestre del 2008. Gli indicatori congiunturali segnalano un ulteriore indebolimento in entrambe le economie. Negli ultimi mesi l'inflazione misurata sullo IAPC ha toccato livelli piuttosto bassi sia in Svezia sia in Danimarca e in aprile è scesa rispettivamente all'1,8 e 1,1 per cento. Il 21 aprile Sveriges Riksbank ha abbassato il tasso sui pronti contro termine di 0,5 punti percentuali, allo 0,5 per cento; il 2 aprile e il 7 maggio la Danmarks Nationalbank ha ridotto il tasso di riferimento principale per un totale di 60 punti base, all'1,65 per cento.

I principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale hanno anch'essi registrato un calo significativo della crescita del PIL in termini reali negli ultimi trimestri. L'inflazione si è moderata nei mesi recenti, ma in alcune economie l'effetto ritardato del precedente deprezzamento del cambio può avere esercitato spinte al rialzo in quest'ultimo periodo. Il tasso di decremento del PIL in termini reali sul periodo precedente è stato pari al 2,3 per cento nel primo trimestre di quest'anno in Ungheria e allo 0,9 per cento nel quarto trimestre del 2008 nella Repubblica Ceca, dove si ritiene che sia diminuito ulteriormente nel periodo successivo. In Romania è stato particolarmente pronunciato negli ultimi trimestri e pari al 2,6 per cento nel primo del 2009. La Polonia ha mostrato la tenuta migliore e nel primo trimestre ha registrato tassi di variazione sul periodo precedente ancora positivi (0,4 per cento), grazie al fatto che la domanda interna è rimasta vivace rispetto agli altri paesi della regione. Gli indicatori congiunturali segnalano una perdurante debolezza dell'attività economica nell'intera regione. Nel periodo recente l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è diminuita in gran parte delle economie, con la notevole eccezione della Polonia. In quest'ultimo paese è infatti salita al 4,3 per cento in aprile, riflettendo tra l'altro l'impatto del recente deprezzamento del cambio. Anche in Ungheria l'inflazione in aprile è lievemente aumentata (al 3,2 per cento). Nella Repubblica Ceca e in Romania è scesa rispettivamente all'1,1 e 6,5 per cento. Il 6 maggio la Banca Națională a României ha ridotto il tasso di riferimento ufficiale di 50 punti base (al 9,5 per cento) e il 7 maggio la Česká národní banka ha abbassato il proprio di 25 punti base (all'1,5 per cento). Infine, il 27 maggio la Narodowy Bank Polski ha deciso di operare una riduzione del tasso di riferimento principale di 50 punti base (al 3 per cento).

Per quanto concerne le economie minori dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, i paesi baltici hanno registrato un calo particolarmente pronunciato dell'attività economica che ha riflesso sia le conseguenze della crisi mondiale sia la correzione in atto nell'economia nazionale. Nel primo trimestre del 2009 Lituania, Lettonia ed Estonia hanno registrato un calo del PIL in termini reali sul periodo precedente rispettivamente pari al 10,5, 11,2 e 6,5 per cento. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha continuato a scendere negli ultimi mesi in tutte le economie minori dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Il 13 maggio la Latvijas Banka ha abbassato dal 5,0 al 4,0 per cento il tasso di rifinanziamento principale.

In Russia il PIL in termini reali ha subito una contrazione del 9,5 per cento (sul trimestre precedente, in termini destagionalizzati) nel primo trimestre del 2009. Una scomposizione preliminare nelle componenti della spesa mostra che sia gli investimenti sia i consumi privati hanno registrato un calo eccezionale. I dati sulla produzione industriale di aprile indicano che l'attività non ha smesso di calare. La crescita del prodotto è prevista ancora debole nel 2009; il rialzo dei prezzi, l'azione di stimolo fiscale e il miglioramento delle condizioni di finanziamento esterno potrebbero tuttavia contribuire a una graduale ripresa. Nonostante il minor grado di utilizzo della capacità produttiva, l'inflazione è rimasta elevata (al 13,2 per cento sui dodici mesi in aprile) soprattutto per l'effetto ritardato del deprezzamento del rublo a cavallo fra il 2008 e il 2009. Dagli inizi di marzo le spinte al ribasso sulla moneta russa si sono attenuate e quindi si prevede che le pressioni inflazionistiche subiscano una lieve moderazione in corso d'anno.

#### PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'attività è stata molto debole nel primo trimestre del 2009. Le piccole economie aperte hanno risentito particolarmente della recessione mondiale, per la loro elevata dipendenza dalla domanda estera. Oltre al crollo del commercio con l'estero, molti paesi hanno evidenziato anche una dinamica fiacca della domanda interna privata. L'inflazione al consumo è diminuita significativamente in molti paesi.

In Cina le stime preliminari segnalano che l'attività economica potrebbe avere già toccato il punto minimo, in quanto nel primo trimestre di quest'anno la crescita del prodotto sul periodo precedente si è intensificata rispetto agli ultimi mesi del 2008. In ragione d'anno, tuttavia, il tasso di espansione del PIL in termini reali è sceso al 6,1 per cento nel primo trimestre (dal 6,8 dell'ultimo trimestre del 2008). Le esportazioni hanno subito un calo significativo nel primo trimestre: la ripresa economica è principalmente riconducibile alla robusta dinamica degli investimenti pubblici, stimolati dal pacchetto fiscale approvato in novembre. Il pacchetto offre anche un certo sostegno ai consumi, che finora sono parsi mostrare una relativa tenuta nonostante l'aumento della disoccupazione. D'altro canto, gli indicatori disponibili mostrano che la crescita degli investimenti privati è ancora debole. I prestiti bancari in essere registravano un aumento di quasi il 30 per cento sui dodici mesi a fine aprile. Per il fatto che un'ampia parte dei nuovi investimenti pubblici è finanziata attraverso prestiti erogati da banche commerciali di proprietà statale e non direttamente dal bilancio centrale. L'allentamento monetario è stato accompagnato da un calo dei prezzi al consumo, che in aprile erano inferiori dell'1,5 per cento rispetto a un anno prima. La minore crescita economica e il calo degli utili societari hanno concorso a far scendere il gettito fiscale di quasi il 10 per cento tra gennaio e aprile 2009 rispetto allo stesso periodo del 2008. Ciò contrasta con un aumento della spesa pubblica di oltre il 30 per cento sul periodo corrispondente.

In Corea il PIL in termini reali ha registrato un calo sul periodo corrispondente pari al 4,3 per cento nel primo trimestre del 2009, dopo essere sceso del 3,4 per cento nel quarto del 2008. Ciò

nonostante, le statistiche congiunturali mostrano che l'economia ha superato il punto di minimo e che le misure di stimolo fiscale introdotte alla fine del 2008 hanno esercitato effetti positivi. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa ulteriormente in aprile (al 3,6 per cento, dal 4,1 agli inizi dell'anno), soprattutto a causa dei ribassi delle materie prime. Anche in India l'attività economica ha subito un lieve rallentamento. La crescita del PIL in termini reali è stata pari al 5,8 per cento nel primo trimestre, contro il 7,3 per cento nel complesso del 2008. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso – utilizzata come misura principale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India – è scesa rapidamente, dal massimo del 12,5 per cento del luglio 2008 allo 0,6 per cento di maggio.

Nel complesso, in molti paesi emergenti dell'Asia, l'attività economica ha subito una contrazione notevole. Il calo del prodotto è dovuto principalmente al crollo della domanda estera, sebbene fattori quali l'aumento della disoccupazione, il calo degli investimenti diretti dall'estero, il ridimensionamento degli altri flussi di capitali e il ristagno del settore immobiliare agiscano da freno anche sulla domanda interna. La crescita economica sarebbe comunque già in fase di recupero nell'insieme dell'area e in particolare nei paesi che per primi hanno registrato una forte contrazione alla fine del 2008 o che hanno avuto la possibilità di attuare sostanziali interventi in senso anticiclico.

#### **AMERICA LATINA**

In America latina l'attività economica ha continuato a indebolirsi nel primo trimestre del 2009. Ciò vale principalmente per il Messico, dove tuttavia le spinte inflazionistiche restano forti. In tale paese il PIL in termini reali si è ridotto dell'8,2 per cento sul periodo corrispondente (dopo un calo dell'1,6 per cento nel quarto trimestre del 2008) e l'inflazione al consumo sui dodici mesi è stata mediamente pari al 6,2 per cento, superiore rispetto al 5,5 per cento dell'ultimo trimestre dello scorso anno. In Argentina l'attività economica si è lievemente ridimensionata nel primo trimestre secondo le stime ufficiali e la produzione industriale ha registrato una flessione media del 2,3 per cento sul periodo corrispondente, dopo essere aumentata dell'1,7 per cento nel quarto trimestre del 2008. Le spinte inflazionistiche si sono leggermente attenuate e l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è stata mediamente pari al 6,6 per cento nel primo trimestre, in calo rispetto al 7,8 per cento del periodo precedente. In Brasile gli indicatori disponibili mostrano che l'attività economica è rimasta debole nel primo trimestre e la produzione industriale è scesa di quasi il 15 per cento nella media del periodo, dopo un calo del 6,7 per cento nel quarto trimestre del 2008.

La crescita del prodotto dovrebbe restare complessivamente fiacca per tutto il 2009, principalmente a causa della debole domanda estera. Anche la domanda interna dovrebbe rimanere modesta a causa di condizioni di finanziamento tese, della crescente disoccupazione e di effetti ricchezza negativi.

#### **I.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME**

Negli ultimi mesi i corsi petroliferi hanno oscillato attorno a 50 dollari statunitensi, in presenza di un calo della volatilità, ma a maggio hanno evidenziato forti segnali di recupero. Il 3 giugno il greggio di qualità Brent è stato quotato a 67,8 dollari, un valore superiore di circa il 72 per cento rispetto agli inizi del 2009 (l'aumento espresso in euro è di circa il 69 per cento). In prospettiva gli operatori si attendono una crescita del livello dei prezzi nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza nel dicembre 2011 che si collocano attorno ai 79 dollari.

Il recente rincaro del petrolio è stato associato ad attese meno pessimistiche per il contesto macroeconomico mondiale e sorretto dai riscontri di una diminuzione delle scorte negli Stati Uniti. Per quanto concerne i fondamentali economici, negli ultimi mesi l'Agenzia internazionale per l'energia ha ripetutamente rivisto al ribasso le proiezioni per la domanda nel 2009 e nel secondo trimestre prevede un calo di 3,5 milioni di barili al giorno sul periodo corrispondente. Dal lato dell'offerta, i paesi appartenenti all'OPEC hanno evidenziato un elevato grado di ottemperanza alle riduzioni concordate e la produzione mondiale di greggio si colloca oggi su livelli inferiori di circa 3 milioni di barili al giorno rispetto a un anno fa.

Anche i prezzi delle materie prime non energetiche sono tornati a salire negli ultimi mesi. Il pacchetto di stimolo introdotto dal governo cinese, che comprende corposi investimenti in infrastrutture, ha concorso a sostenere le quotazioni dei metalli e in particolare del rame e dello zinco. I corsi delle materie prime agricole sono anch'essi aumentati: ciò vale in particolare per la soia, i cui prezzi sono stati sorretti dai disordini sociali in America latina e dalla forte domanda della Cina.

A fine maggio l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 17 per cento rispetto all'inizio dell'anno.

### 1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Il calo dell'attività economica mondiale è stato accompagnato da una flessione inedita e sincronizzata dell'interscambio internazionale (cfr. il riquadro 10 dal titolo *Il rallentamento dell'interscambio nell'area dell'euro*). L'entità della caduta è stata amplificata dalle turbative nei mercati finanziari internazionali e dal deterioramento del clima di fiducia, mentre la sincronia è in parte riconducibile alla propagazione degli shock per il tramite di catene produttive mondiali interconnesse. Benché questo segnali la presenza di condizioni relativamente sfavorevoli per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro, alcuni indicatori suggeriscono un'inversione di tendenza del commercio mondiale. Ad esempio l'indice PMI relativo ai nuovi ordini esteri è salito a 47 in maggio dopo aver toccato un minimo a fine 2008, ma resta inferiore ai 50 punti indicati come soglia tra espansione e contrazione dell'economia. Il Baltic Dry Index, che misura il costo dei noli marittimi per il trasporto delle materie prime e funge da indicatore dell'attività economica mondiale, è aumentato notevolmente rispetto ai minimi registrati verso la fine del 2008.

L'indicatore anticipatore composito (CLI) dell'OCSE relativo a marzo continua a segnalare un forte rallentamento nei paesi appartenenti all'organizzazione, sebbene a ritmi meno sostenuti che in passato (cfr. figura 4). Alcune economie avanzate mostrano timidi segnali del fatto che la decelerazione potrebbe avere quantomeno subito una battuta di arresto. Il CLI degli altri paesi mem-

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



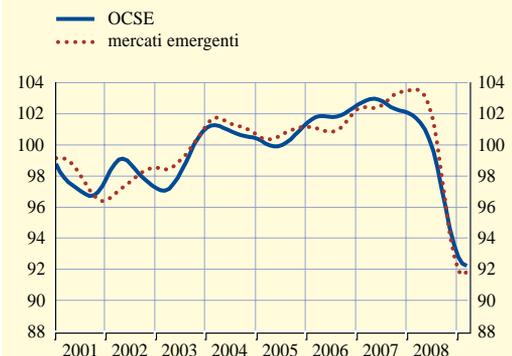
Fonti: Bloomberg e HWWI.

bri indica ancora un deterioramento del ciclo economico, ma a tassi inferiori. Le condizioni continuano a deteriorarsi nei paesi non appartenenti all'OCSE ad esclusione della Cina, dove esistono indicazioni di un mutamento di tendenza. Segnali incerti di stabilizzazione delle prospettive economiche mondiali emergono anche dal *World Economic Climate Indicator* dell'Ifo: nel secondo trimestre è tornato ad aumentare come conseguenza delle migliorate aspettative per i sei mesi successivi, anche se la valutazione della situazione economica attuale è di nuovo peggiorata.

Benché le prospettive per l'economia mondiale restino contraddistinte da livelli di incertezza straordinariamente elevati, i rischi per l'attività economica sono lievemente più equilibrati. Da un lato, gli effetti positivi delle azioni di stimolo all'economia attualmente in corso e le altre misure di politica economica intraprese potrebbero dare risultati positivi superiori alle attese. Anche la fiducia potrebbe migliorare più velocemente di quanto ci si attende. D'altra parte, rimangono preoccupazioni riguardo ad alcuni potenziali fattori negativi: un più forte impatto sull'economia reale della crisi finanziaria, ancor più sfavorevoli sviluppi nel mercato del lavoro, l'intensificarsi delle spinte protezionistiche e, infine, gli effetti negativi sull'economia globale derivanti da una correzione disordinata degli squilibri globali.

**Figura 4 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE**

(dati mensili; corretti per l'ampiezza)



Fonte: OCSE.

Nota: l'indicatore relativo ai mercati emergenti è la media ponderata dell'indicatore anticipatore composito relativo al Brasile, alla Cina e alla Russia.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

*Gli ultimi dati monetari e creditizi confermano il minore ritmo dell'espansione monetaria di fondo e avvalorano la tesi di moderate pressioni inflazionistiche. Le recenti dinamiche di M3 e delle sue componenti rispecchiano in larga misura gli andamenti dei costi opportunità in concomitanza con l'attuale incertezza economica e finanziaria. Ciò, in particolare, incoraggia riallocazioni di portafoglio verso le componenti più liquide di M3, come rispecchiato dal sostanziale rafforzamento della crescita di M1. Dal lato delle contropartite, il flusso di prestiti al settore privato non finanziario ha continuato a calare, riflettendo in gran parte il pronunciato deterioramento dell'attività economica. Il processo di riduzione della leva finanziaria nel settore finanziario sembra proseguire, giacché le attività totali delle istituzioni creditizie sono diminuite ulteriormente, rispecchiando il calo delle attività sull'estero e, soprattutto in aprile, una flessione del credito al settore privato dell'area dell'euro.*

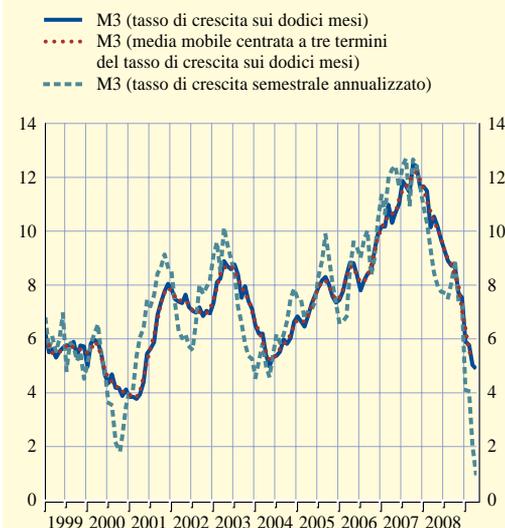
#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dell'aggregato monetario ampio M3 ha segnato un'ulteriore diminuzione in aprile, portandosi al 4,9 per cento dal 6,0 per cento del primo trimestre del 2009 e dall'8,2 del quarto trimestre del 2008 (cfr. figura 5). Nelle dinamiche monetarie a più breve termine si è ancora riscontrata una certa volatilità, con il tasso di crescita sul mese precedente in aprile allo 0,9 per cento, dopo aver registrato un'alternanza di valori negativi e positivi nei mesi precedenti. Per contro, il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno è calato ulteriormente in aprile, collocandosi all'1,1 per cento, il livello più basso dall'avvio della Terza fase dell'UEM.

Il rallentamento delle dinamiche monetarie osservato nei primi quattro mesi del 2009 è riconducibile agli andamenti di specifiche componenti e contropartite di M3. In particolare, le recenti ulteriori riduzioni dei tassi di riferimento della BCE hanno determinato una maggiore inclinazione della curva dei rendimenti, che, insieme a un'accresciuta incertezza e a una fiducia calante, ha teso a incoraggiare riallocazioni verso le componenti più liquide di M3. Nel contempo, l'inclinazione più pronunciata della curva dei rendimenti ha avuto anche degli effetti contrapposti, incoraggiando riallocazioni fuori da M3 e verso attività più rischiose e meno liquide. A livello settoriale, la decelerazione dei depositi di M3 riflette un significativo calo del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei depositi di M3 sia degli intermediari finanziari non monetari che delle società non finanziarie. Per quanto riguarda i primi, tale andamento è probabilmente connesso ad aggiustamenti di portafoglio che hanno portato a riallocazioni in classi di attività con rendimenti più elevati, mentre per le seconde è probabilmente legato al deterioramento dell'attività economica e al permanere di un forte grado di incertezza in merito alle prospettive economiche.

Figura 5 Crescita di M3

(variazioni percentuali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

In aprile è proseguita la ricomposizione delle componenti di M3 osservata nel primo trimestre del 2009. Sia nel primo trimestre che in aprile il rallentamento della crescita sul periodo corrispondente di M3 va ricondotta principalmente ai minori contributi forniti dai depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* (M2-M1) e dagli strumenti negoziabili (M3-M2), mentre il contributo di M1 ha continuato ad aumentare (cfr. tavola 1).

Il tasso di incremento sul periodo corrispondente di M1 è aumentato al 5,3 per cento nel primo trimestre, dal 2,7 del trimestre precedente, ed è poi ulteriormente aumentato in misura significativa in aprile, collocandosi all'8,4 per cento. Questa maggiore crescita di M1 ha rispecchiato una vigorosa espansione di entrambe le sue sottocomponenti. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del circolante è rimasto elevato, al 13,2 per cento in aprile, dopo aver fatto segnare un incremento al 13,6 per cento nel primo trimestre del 2009, dal 12,4 per cento del trimestre precedente. Il tasso di crescita dei depositi *overnight* è aumentato al 3,7 per cento nel primo trimestre del 2009, dallo 0,8 del trimestre precedente; esso è poi aumentato ulteriormente in aprile, portandosi al 7,4 per cento.

I forti afflussi verso i depositi *overnight* registrati nei primi mesi di quest'anno sono coerenti con un contesto di bassa fiducia dei consumatori e accresciuta incertezza. In tale situazione i depositi *overnight* possono essere utilizzati per collocare temporaneamente fondi quando questi vengono trasferiti tra altre classi di attività. Inoltre, una maggiore preferenza per forme d'investimento più liquide è in linea con il perdurante calo dei costi opportunità di detenere tali attività rispetto ad altre attività monetarie. Infatti, in base ai dati sui tassi di interesse disponibili fino a marzo, la remunerazione dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni) è diminuita considerevolmente nel primo trimestre del 2009 e i differenziali rispetto ai tassi

**Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

(valori medi per le frequenze trimestrali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

	Consistenze in essere in percentuale di M3 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 mar.	2009 apr.
<b>M1</b>	<b>44,3</b>	<b>2,3</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>8,4</b>
Banconote e monete in circolazione	7,7	7,7	7,5	12,4	13,6	13,8	13,2
Depositi <i>overnight</i>	36,6	1,3	-0,6	0,8	3,7	4,4	7,4
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	41,8	19,6	19,1	15,8	9,2	6,3	3,4
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	24,2	40,5	37,6	29,0	12,8	6,2	0,3
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	17,6	-2,1	-1,7	-0,5	4,5	6,6	8,0
<b>M2</b>	<b>86,1</b>	<b>10,2</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>	<b>7,2</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	13,9	10,4	8,9	4,1	-0,9	-1,1	-0,9
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>10,2</b>	<b>9,1</b>	<b>8,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>9,7</b>	<b>9,1</b>	<b>7,4</b>	<b>5,9</b>	<b>5,2</b>	<b>4,4</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		-1,3	0,6	1,7	5,7	7,7	8,0
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		0,8	2,1	2,9	2,4	1,4	1,3
Credito al settore privato		12,0	10,9	8,6	6,0	4,7	3,7
Prestiti al settore privato		10,5	9,1	7,4	4,6	3,2	2,4
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione		11,6	10,3	8,7	6,4	5,0	4,1
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>4,4</b>	<b>3,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>

Fonte: BCE.

1) Alla fine dell'ultimo mese disponibile. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

di interesse corrisposti sui depositi *overnight* e sui depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) si sono ridotti significativamente. Ciò ha innescato trasferimenti di fondi fuori dai depositi a termine a breve scadenza e verso altre attività come i depositi *overnight*.

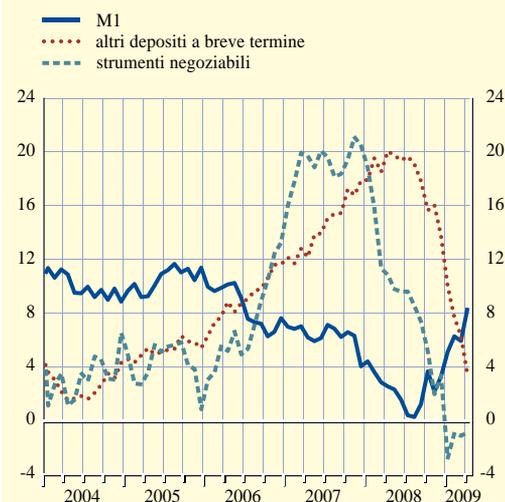
Infatti, un calo significativo è stato registrato nel tasso di crescita sul periodo corrispondente dei depositi a termine a breve scadenza, il quale è ulteriormente diminuito e si è portato allo 0,3 per cento in aprile, a fronte del 12,8 per cento del primo trimestre del 2009 e del 29,0 del trimestre precedente. Per contro, i depositi a risparmio a breve termine sono cresciuti a un tasso sul periodo corrispondente dell'8,0 per cento in aprile, contro -4,7 e -0,5 per cento rispettivamente nel primo trimestre del 2009 e nel quarto trimestre del 2008. Nel complesso, il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* si è ridotto ulteriormente portandosi al 3,4 per cento in aprile, dopo il 9,2 e 15,8 per cento rispettivamente nel primo trimestre del 2009 e nel quarto trimestre del 2008 (cfr. figura 6).

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente degli strumenti negoziabili inclusi in M3 si è collocato a -0,9 per cento in aprile, invariato dal primo trimestre del 2009 e in calo rispetto al 4,1 per cento del quarto trimestre del 2008. Tale andamento riflette la marcata diminuzione osservata nei tassi di espansione dei titoli di debito con durata fino a due anni e dei contratti pronti contro termine. Per contro, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari (la componente di maggior rilievo degli strumenti negoziabili) è aumentato nel primo trimestre del 2009 ed è rimasto sostanzialmente invariato in aprile. Tuttavia, tale andamento cela una volatilità dei flussi mensili in entrata e in uscita da questo strumento. Nel settembre 2008 sono stati registrati significativi deflussi dalle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari sulla scia del fallimento di Lehman Brothers, di riflesso alle preoccupazioni degli investitori sulla qualità di alcune delle attività nei portafogli dei fondi del mercato monetario e pertanto sulla sicurezza patrimoniale dei loro investimenti. Successivamente, malgrado il fatto che i sistemi di garanzia dei depositi annunciati non coprissero tale strumento, si è registrata una serie di afflussi in tali attività, a indicazione di una rinnovata fiducia da parte dei residenti nell'area dell'euro nei confronti dei fondi comuni monetari. Per contro, in aprile si è avuto un deflusso, riconducibile al fatto che i fondi del mercato monetario stanno avendo difficoltà a generare rendimenti attraenti in un contesto di tassi di interesse storicamente bassi.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei depositi di M3, che comprendono i depositi a breve termine e i contratti pronti contro termine e che rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui sono disponibili informazioni affidabili a livello settoriale, è calato al 7,0 per cento nel primo trimestre del 2009, dal 9,3 del trimestre precedente. La flessione è poi continuata in aprile, quando tale tasso è sceso al 5,4 per cento, dal 5,7 di marzo.

Figura 6 Principali componenti di M3

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei depositi delle famiglie, che forniscono il contributo principale alla crescita complessiva dei depositi di M3, è sceso dal 9,6 all'8,6 per cento tra il quarto trimestre del 2008 e il primo trimestre del 2009, ed è poi ulteriormente calato al 7,3 per cento in aprile, dal 7,8 di marzo (cfr. figura 7).

Un'ulteriore moderazione è riscontrabile anche per il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie, sceso a zero nel primo trimestre del 2009, dal 3,5 per cento del trimestre precedente, per poi scendere ulteriormente a -1,1 per cento in aprile. La decelerazione osservata negli ultimi trimestri nell'accumulazione di disponibilità liquide da parte delle società non finanziarie riflette probabilmente il loro maggiore ricorso a riserve di liquidità in un contesto di ridimensionamento delle scorte, di attese di più bassi livelli di produzione e di una ridotta disponibilità di fonti di finanziamento esterne e interne.

L'andamento settoriale di maggior rilievo per le consistenze di M3 è stato osservato nei depositi di M3 detenuti dagli intermediari finanziari non monetari, il cui tasso di crescita sul periodo corrispondente è sceso al 10,3 per cento nel primo trimestre del 2009, dal 16,4 per cento del trimestre precedente, per poi subire un'ulteriore significativa riduzione al 5,9 per cento in aprile. Tale moderazione ha riflesso, in particolare, un calo del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei depositi di M3 degli intermediari finanziari non monetari diversi dalle compagnie di assicurazione e dai fondi pensione (AIF). Questi andamenti sono coerenti con la maggiore inclinazione della curva dei rendimenti (che potrebbe aver innescato aggiustamenti di portafoglio, determinando riallocazioni verso classi di attività con rendimenti più elevati), nonché con una riduzione della leva finanziaria da parte del settore degli AIF e con una minore attività di cartolarizzazione osservata dall'inizio dell'anno.

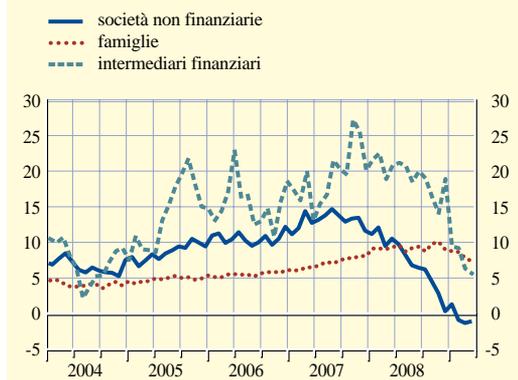
### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di variazione sul periodo corrispondente del credito totale erogato dalle IFM ai residenti dell'area dell'euro ha continuato a diminuire nel primo trimestre del 2009, al 5,9 per cento dal 7,4 del trimestre precedente, per poi segnare un ulteriore calo in aprile al 4,4 per cento (cfr. tavola 1). Tale andamento è stato guidato da una significativa riduzione del tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito concesso al settore privato, il quale è stato compensato solo in parte da un marcato aumento del tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito erogato alle amministrazioni pubbliche.

Nel primo trimestre del 2009 il tasso di incremento sul periodo corrispondente del credito erogato dalle IFM alle amministrazioni pubbliche è aumentato significativamente, portandosi al 5,7 per cento dall'1,7 del trimestre precedente. In aprile è poi cresciuto ulteriormente, collocandosi all'8,0 per cento. Questi incrementi riflettono principalmente i forti afflussi osservati nelle consistenze del settore delle IFM di titoli delle amministrazioni pubbliche (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro seguente).

**Figura 7 Depositi a breve termine e operazioni pronti contro termine**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, dati non corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

**Riquadro I**

**ANDAMENTI RECENTI DEGLI ACQUISTI DA PARTE DELLE IFM DI TITOLI DI DEBITO EMESSI DAL SETTORE DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE DELL'AREA DELL'EURO**

Gli acquisti di titoli di debito pubblici fanno parte del flusso complessivo del credito concesso dalle IFM ai residenti nell'area dell'euro. Le IFM detengono tali titoli – quasi tutti denominati in euro – a fini sia di investimento che di liquidità, giacché possono essere facilmente scambiati sul mercato e possono essere utilizzati nelle operazioni di rifinanziamento garantite. Gli acquisti di tali titoli evidenziano in genere un profilo ciclico inverso rispetto a quello dei tassi di interesse di mercato a breve termine e spesso collegato a una certa ricomposizione delle attività totali delle IFM, con riallocazioni di credito dal settore privato a quello pubblico<sup>1)</sup>. Il presente riquadro esamina gli andamenti recenti degli acquisti dei titoli di debito pubblici nel contesto degli specifici movimenti dei tassi di interesse legati alla turbolenza degli ultimi mesi.

**Acquisti di titoli di Stato da parte delle IFM e livello dei tassi di interesse**

Tra ottobre 2008 e aprile 2009 gli acquisti netti da parte delle IFM di titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche hanno ammontato a 217 miliardi di euro in un contesto di tassi di interesse a breve termine in rapido calo, invertendo interamente le vendite nette di 191 miliardi di euro registrate tra dicembre 2005 e settembre 2008 in un contesto di tassi di interesse a breve termine in aumento. Come evidenziato nella figura A, situazioni in cui gli acquisti di titoli di debito pubblici e i tassi di interesse a breve termine si muovono in direzioni opposte sono una caratteristica consueta del ciclo dei tassi di interesse e riflettono essenzialmente l'impatto di variazioni dei tassi di interesse a breve termine sull'inclinazione della curva dei rendimenti, misurata dal differenziale tra il rendimento dei titoli di Stato a lungo termine e i tassi di interesse del mercato monetario a breve termine<sup>2)</sup>. Un aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti – quando i costi di finanziamento impliciti nei tassi a breve termine sono bassi rispetto al rendimento ottenibile sui titoli di Stato – consente alle IFM di avere rendimenti regolari, senza un sostanziale impatto in termini di oneri patrimoniali e senza dover assumere rischi di credito in

**Figura A Acquisto di titoli di debito pubblico e livello del tasso di interesse**

(flussi sul periodo corrispondente in miliardi di euro; destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

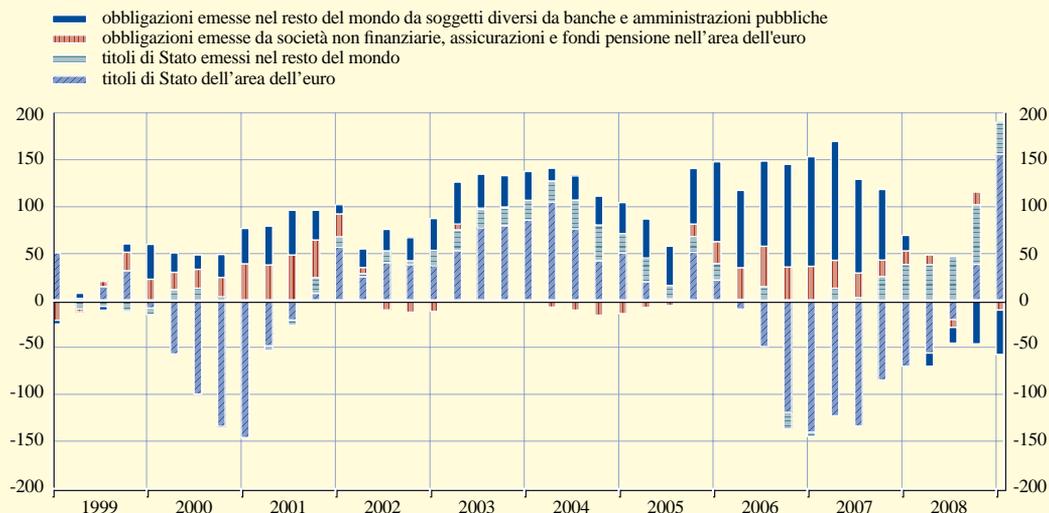


Fonte: BCE.  
Nota: settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

1) Per precedenti analisi degli andamenti del credito ai residenti nell'area dell'euro, cfr. il riquadro *Variazioni recenti nella composizione della crescita del credito ai residenti nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2007 di questo Bollettino.  
2) Mentre queste considerazioni appaiono essere il principale fattore all'origine della domanda di questi titoli da parte delle IFM, l'attività di emissione dei governi potrebbe in teoria limitare gli acquisti di tali titoli da parte delle IFM. Anche se ciò sarebbe in definitiva ancora riflesso nella curva dei rendimenti, deriverebbe tuttavia da variazioni nei rendimenti a lungo termine piuttosto che da variazioni nei tassi di interesse a breve termine.

## Figura B Acquisto di titoli di debito da parte delle IFM

(flussi sul periodo corrispondente in miliardi di euro; dati non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: settore delle IFM escluso l'Eurosistema. Non sono inclusi i titoli emessi dagli AIF, a causa della grave distorsione presente nella serie relativa dovuta alla forte attività di autocartolarizzazione osservata durante la turbolenza finanziaria.

presenza di una debole attività economica. La figura B mostra che in tali periodi i titoli di Stato – soprattutto obbligazioni dell'area dell'euro ma anche obbligazioni emesse nel resto del mondo – vedono aumentare rapidamente la propria quota sul totale degli acquisti di titoli di debito da parte delle IFM. Ciò non implica necessariamente lo spiazzamento di titoli del settore privato e può, invece, semplicemente riflettere il fatto che in un periodo in cui il prestito al settore privato è fiacco a causa dell'avverso contesto economico, i fondi accumulati dalle banche richiedono di essere incanalati in altre attività redditizie.

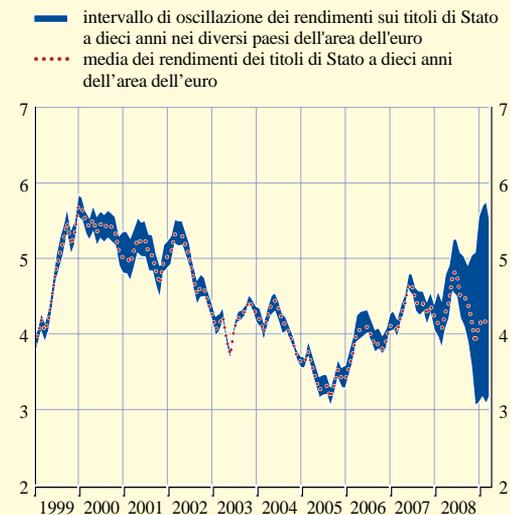
### Fattori aggiuntivi connessi alla struttura dei tassi di interesse negli ultimi trimestri

I profili relativamente regolari sopradescritti per gli acquisti dei titoli di Stato nell'arco del ciclo dei tassi di interesse possono essere stati influenzati da fattori specifici connessi all'intensificarsi delle tensioni finanziarie nel settembre 2008.

In primo luogo, il differenziale fra i titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro con i rendimenti minori e maggiori si è ampliato, dopo essere rimasto su livelli molto bassi per diversi anni (cfr. figura C). Ciò riflette, tra l'altro, un deterioramento delle prospettive dei conti pubblici per

## Figura C Rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



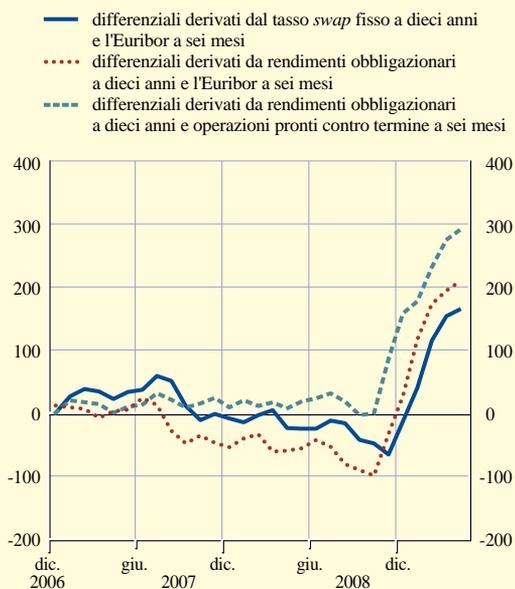
Fonte: BCE.

alcuni paesi dell'area dell'euro e un'accresciuta avversione al rischio da parte degli investitori. Da un lato, i titoli di Stato con i rendimenti più elevati sono particolarmente appetibili se il loro rendimento corrente è considerato riflettere un'eccessiva avversione al rischio del mercato finanziario, che col tempo dovrebbe diminuire. Dall'altro lato, le obbligazioni con rating AAA con rendimenti minori possono essere appetibili poiché hanno registrato plusvalenze patrimoniali a breve termine, derivanti dal fatto che le valutazioni salgono al calare dei tassi di interesse. Entrambe le considerazioni tenderebbero ad accrescere l'appetibilità generale dei titoli di Stato emessi da vari Paesi dell'area dell'euro.

In secondo luogo, in circostanze normali le banche che desiderano guadagnare interessi al tasso a lungo termine spesso strutturano tali flussi di pagamenti tramite accordi di *swap*, anziché detenendo strumenti di debito a lungo termine nei propri bilanci, per via della maggiore liquidità dei primi. Inoltre, il differenziale tra ricevere il tasso *swap* fisso a dieci anni e pagare il tasso standard Euribor a sei mesi eccede normalmente il differenziale tra ricevere rendimenti di titoli di Stato e pagare il tasso Euribor a sei mesi, rispecchiando il livello leggermente più elevato del rischio di controparte insito nella transazione *swap* (cfr. figura D). Nell'attuale situazione, le banche potrebbero preferire acquistare direttamente titoli di Stato, poiché il possesso di tali obbligazioni offre il vantaggio aggiuntivo di poterli utilizzare come garanzia nelle operazioni di finanziamento delle

**Figura D Differenziali fra tassi di interesse a breve e a lungo termine**

(punti base)



Fonti: BCE e stime della BCE.  
Nota: il rendimento obbligazionario a dieci anni si riferisce a quello dei titoli di Stato a dieci anni con rating AAA.

**Figura E Scomposizione per settore degli acquisti da parte delle IFM di titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro**

(flussi sul periodo corrispondente in miliardi di euro; dati non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: stime della BCE.

banche. Pertanto, le banche potrebbero attualmente star reagendo al fatto che i tassi del mercato monetario su operazioni garantite, come il tasso su un'operazione di pronti contro termine a sei mesi, sono nettamente inferiori rispetto ai corrispondenti tassi Euribor su operazioni non garantite.

In terzo luogo, nel periodo di turbolenza finanziaria i fondi del mercato monetario hanno a tratti registrato una forte attività di rimborso e sono stati obbligati a effettuare riallocazioni di portafoglio. In aggiunta, diversi fondi del mercato monetario lanciati di recente e residenti nell'area dell'euro hanno mandati specifici che prevedono l'investimento solo in titoli di Stato. Di conseguenza, hanno un limitato rischio di credito. Questo cambiamento in termini di approccio adottato è visibile nei maggiori acquisti di titoli di Stato da parte dei fondi del mercato monetario che, insieme agli accresciuti acquisti da parte delle istituzioni creditizie, hanno contribuito fortemente agli acquisti complessivi del settore delle IFM (cfr. figura E).

Nel complesso, i recenti forti acquisti di titoli di Stato da parte del settore delle IFM dell'area dell'euro sono in linea con le regolarità storiche nell'arco del ciclo dei tassi di interesse, ma sono stati in aggiunta influenzati da specifici andamenti dei tassi di interesse e da considerazioni di rischio prevalenti durante il periodo di turbolenza finanziaria.

Per contro, il tasso di variazione del credito delle IFM al settore privato ha continuato a diminuire nel primo trimestre del 2009, portandosi al 6,0 per cento dall'8,6 per cento del quarto trimestre del 2008, per poi ridursi ulteriormente in aprile al 3,7 per cento. Tali andamenti hanno riflesso una diminuzione dei tassi di crescita sul periodo corrispondente di tutte le sue sottocomponenti. Il tasso di variazione sul periodo corrispondente delle consistenze in titoli del settore privato diversi da azioni detenute dalle IFM è diminuito lievemente, dal 31,6 per cento del quarto trimestre del 2008 al 31,0 per cento nel primo trimestre del 2009 e al 27,2 per cento in aprile. Tale diminuzione ha rispecchiato la riduzione dei flussi mensili per tutto il primo trimestre e può essere spiegata dal recente indebolimento dell'attività di cartolarizzazione dopo i livelli molto elevati osservati nel quarto trimestre del 2008.

Il tasso di incremento delle consistenze di azioni e altre partecipazioni detenute dalle IFM è diminuito ulteriormente a -6,0 per cento nel primo trimestre del 2009, da -0,7 per cento del trimestre precedente, ed è poi sceso ancora in aprile portandosi a -9,0 per cento. Il perdurante calo delle consistenze di tali strumenti detenute dalle IFM è probabilmente connesso alla riduzione della leva finanziaria da parte delle banche. Potrebbe in parte anche riflettere il fatto che le banche si aspettano limitati dividendi dalle azioni nell'attuale contesto.

Una significativa flessione è osservabile anche nel tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM al settore privato (la maggiore componente del credito a tale settore), sceso al 4,6 per cento nel primo trimestre del 2009 dal 7,4 del trimestre precedente e poi ulteriormente al 2,4 per cento in aprile (cfr. tavola 1). Analogamente ai trimestri precedenti, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti al settore privato è stato distorto verso il basso dall'impatto dell'attività di cartolarizzazione pro soluto, sebbene tale attività sia stata più moderata dall'inizio dell'anno. Una volta corretto per l'effetto dell'attività di cartolarizzazione, il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei prestiti al settore privato si è collocato al 4,1 per cento in aprile, circa 1,8 punti percentuali al di sopra del dato non corretto.

La decelerazione osservata nelle dinamiche dei prestiti nei primi mesi del 2009 è riscontrabile in tutti i settori di attività economica. Il tasso di incremento dei prestiti agli AIF è diminuito significa-

tivamente portandosi al 7,5 per cento nel primo trimestre del 2009, dal 14,7 per cento del trimestre precedente, per poi calare ancora in aprile allo 0,8 per cento. I deflussi mensili registrati da febbraio potrebbero essere connessi al rallentamento complessivo dell'intermediazione finanziaria, di cui gli AIF possono risentire più delle banche.

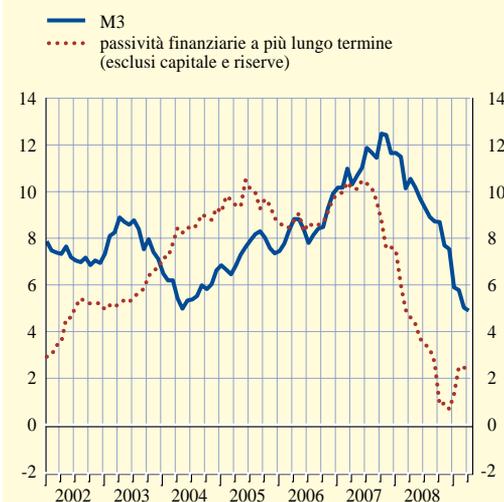
Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie è calato significativamente all'8,2 per cento nel primo trimestre del 2009, dall'11,3 per cento del trimestre precedente, per poi diminuire ulteriormente in aprile collocandosi al 5,2 per cento. Considerando le dinamiche a più breve termine, il tasso di crescita sui tre mesi espresso in ragione d'anno è diminuito ancora più marcatamente portandosi intorno a -1,9 per cento in aprile, a fronte dello 0,9 e del 4,7 per cento rispettivamente di marzo 2009 e dicembre 2008. Sin da febbraio sono stati registrati deflussi mensili, soprattutto sulle scadenze a più breve termine (scadenze fino a un anno). Questo calo è prevalentemente ascrivibile al ridotto fabbisogno di finanziare capitale circolante in presenza di un'attività economica in peggioramento e di una brusca riduzione delle scorte in linea con gli andamenti ciclici. Potrebbe altresì riflettere un accresciuto ricorso da parte delle società non finanziarie alle proprie riserve di liquidità. Nel contempo, le società non finanziarie sembrano ancora avere accesso ai prestiti con scadenze più lontane, benché il tasso di crescita sul periodo corrispondente di tali prestiti sia diminuito (collocandosi all'8,0 per cento in aprile, dal 9,9 del primo trimestre del 2009 e dal 12,2 del trimestre precedente). Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti concessi alle famiglie si è anch'esso ridotto, allo 0,1 per cento in aprile, dallo 0,9 del primo trimestre del 2009 e dal 2,8 per cento del trimestre precedente (per maggiori dettagli sugli andamenti settoriali dei prestiti, cfr. sezioni 2.6 e 2.7).

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è leggermente aumentato, raggiungendo il 2,3 per cento in aprile, a fronte dell'1,8 per cento del primo trimestre del 2009 e dell'1,1 per cento del quarto trimestre del 2008, dopo il calo generale registrato dalla metà del 2007 (cfr. figura 8). Tale andamento nasconde andamenti eterogenei fra le diverse componenti. Infatti, l'aumento ha rispecchiato, in particolare, una maggiore crescita dei depositi con durata prestabilita superiore a due anni. Nel contempo, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei titoli di debito con durata superiore a due anni, dopo essere rimasto sostanzialmente invariato nel primo trimestre del 2009 se confrontato con quello del trimestre precedente, è calato e divenuto negativo in aprile, riflettendo pertanto la perdurante impossibilità delle IFM di ottenere finanziamenti attraverso questo strumento al di fuori del settore delle IFM. Le emissioni nette di tali titoli di debito (al netto dei rimborsi) sono state positive, rispecchiando in larga misura il sostegno fornito dalle garanzie governative, ma la maggior parte di tali acquisti è stato effettuato dallo stesso settore delle IFM.

Il tasso di incremento sul periodo corrispondente di capitale e riserve è stato pari al 10,4 per cento in aprile, invariato rispetto al primo tri-

Figura 8 M3 e passività finanziarie a più lungo termine delle IFM

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

mestre del 2009. Questi perduranti forti afflussi sono riconducibili, in varia misura, alle iniezioni di capitale pubblico e privato a favore delle istituzioni creditizie negli ultimi mesi.

Infine, i deflussi nell'anno registrati nella posizione netta sull'estero delle IFM sono rimasti significativi, pari a 188,9 miliardi di euro nel primo trimestre del 2009, sostanzialmente invariati rispetto al trimestre precedente. Questi ampi deflussi rispecchiano il fatto che le attività sull'estero delle IFM sono calate più delle passività. In aprile, tuttavia, il deflusso nell'anno è diminuito a 40,5 miliardi di euro, a seguito dell'ingente afflusso di 65,1 miliardi di euro in quello stesso mese (cfr. figura 9).

Nel complesso, questi andamenti indicano che sebbene nel primo trimestre del 2009 il calo dell'operatività del settore delle IFM con i residenti al di fuori dell'area dell'euro abbia rappresentato il maggiore contributo alla riduzione della leva finanziaria delle istituzioni creditizie, in aprile tale riduzione della leva finanziaria è imputabile soprattutto a quella del credito ai residenti nell'area dell'euro, in particolare sotto forma di azioni, anziché alle attività sull'estero.

Nel contempo, sebbene il credito al settore privato sia rimasto moderato, ciò è in linea con l'attuale situazione ciclica e non è necessariamente la conseguenza di una forzata diminuzione della leva finanziaria nel settore bancario.

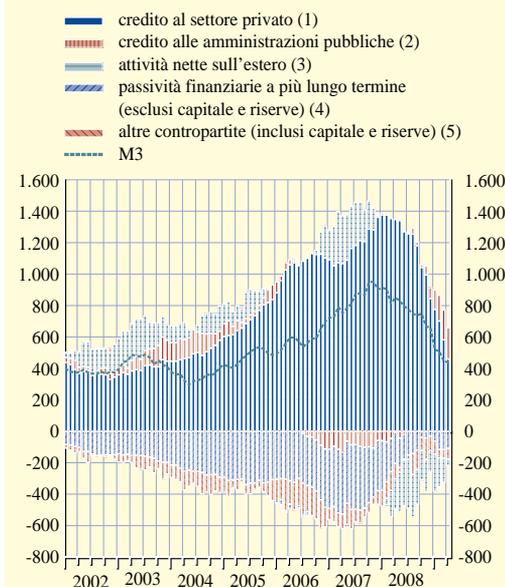
### VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ NELL'AREA DELL'EURO

Gli andamenti delle misure dei *gap* monetari nominale e reale indicano che l'accumulo di liquidità monetaria è diminuito nell'area dell'euro nel primo trimestre del 2009. Nel contempo, in aprile si è osservata una lieve inversione in entrambe le misure del *gap* (cfr. figure 10 e 11). Tali misure delle condizioni di liquidità vanno interpretate con cautela, poiché si basano su una stima della quantità di moneta detenuta in equilibrio, la quale ha sempre carattere incerto e ancor più nelle condizioni attuali. Di fatto, le differenze tra le varie misure dei *gap* monetari possono essere considerate un'indicazione della considerevole incertezza che, nella fase attuale, caratterizza la valutazione delle condizioni di liquidità nell'area dell'euro. Nonostante questi motivi di cautela, nel complesso le evidenze mettono chiaramente in luce un accumulo di liquidità negli ultimi anni.

In sintesi, i dati più recenti confermano che l'espansione monetaria nell'area dell'euro è stata nel complesso nettamente più debole rispetto a prima dell'intensificazione della turbolenza finanziaria nel settembre 2008, sebbene negli andamenti a breve termine si continui a osservare una certa volatilità. Di conseguenza, le tendenze monetarie suffragano l'ipotesi che le pressioni inflazionistiche siano moderate. Nel più breve termine, data l'incertezza prevalente rispetto alle prospettive di reddito e delle imprese, è improbabile che la liquidità monetaria accumulata venga utilizzata per un

**Figura 9 Contropartite di M3**

(flussi sui dodici mesi; in miliardi di euro; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



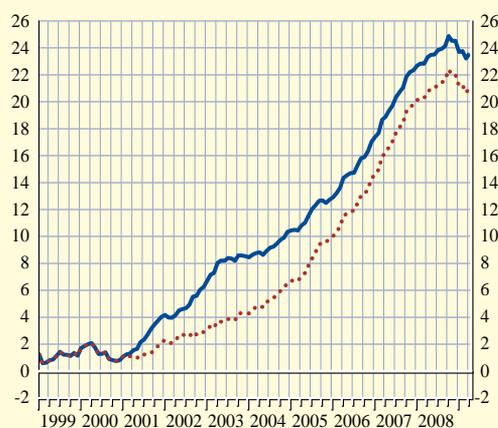
Fonte: BCE.

Note: M3 è riportata come riferimento ( $M3 = 1+2+3-4+5$ ). Le passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) sono riportate con il segno invertito in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

**Figura 10 Stime del gap monetario nominale <sup>1)</sup>**

(in percentuale rispetto allo stock di M3; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998 = 0)

— gap monetario nominale basato sulla serie ufficiale di M3  
 ..... gap monetario nominale basato su M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio <sup>2)</sup>



Fonte: BCE.

1) La misura del gap monetario nominale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello che sarebbe risultato da una crescita di M3 costante e in linea con il valore di riferimento del 4½ per cento dal dicembre 1998 (utilizzato come periodo base).

2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

**Figura 11 Stime del gap monetario reale <sup>1)</sup>**

(in percentuale rispetto allo stock di M3 in termini reali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998 = 0)

— gap monetario reale basato sulla serie ufficiale di M3  
 ..... gap monetario reale basato su M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio <sup>2)</sup>



Fonte: BCE.

1) La misura del gap monetario reale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 deflazionato con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e il livello di M3 in termini reali che sarebbe risultato da una crescita nominale di M3 costante e pari al valore di riferimento del 4½ per cento e da una inflazione al consumo in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE (utilizzando dicembre 1998 come periodo base).

2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

eccesso di spesa che possa dare luogo a pressioni inflazionistiche. Tuttavia, sul più lungo termine il riemergere dei rischi per la stabilità dei prezzi dipenderà dalla misura in cui la liquidità accumulata in questo protratto periodo di forte espansione monetaria verrà assorbita durante il processo di riduzione della leva finanziaria e dalla misura in cui tale liquidità permarrà quando la fiducia aumenterà di nuovo.

## 2.2 INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO E INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel quarto trimestre del 2008 il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari è aumentato, dopo aver registrato un continuo calo dalla metà del 2007. Tale aumento è interamente ascrivibile all'accresciuto contributo del settore delle amministrazioni pubbliche, mentre l'apporto degli altri settori ha continuato a ridursi. Nello stesso trimestre, i deflussi annuali dai fondi di investimento si sono fortemente accresciuti in seguito a ingenti riscatti che hanno interessato principalmente i fondi azionari. Il tasso di incremento sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari da parte di compagnie di assicurazione e fondi pensione è risalito nel quarto trimestre, grazie principalmente agli investimenti in depositi.

Tavola 2 Investimenti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2006		2007		2007		2008		2008	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>
Circolante e depositi	26	7,2	7,0	7,3	8,0	7,4	7,1	6,8	5,6	5,7	6,7
Titoli di debito, esclusi											
i prodotti finanziari derivati	6	4,9	7,6	5,5	3,7	2,4	2,9	2,5	2,8	3,4	4,4
<i>di cui:</i> a breve termine	1	14,1	25,8	15,8	14,2	21,3	25,4	25,0	6,8	-7,3	0,6
a lungo termine	5	4,0	6,0	4,5	2,6	0,5	0,7	0,1	2,3	4,8	4,8
Azioni e altri titoli di capitale,											
escluse le quote di fondi comuni	27	2,3	2,2	2,3	2,5	2,9	3,0	3,2	3,2	3,1	3,8
<i>di cui:</i> azioni quotate	6	0,6	0,1	1,2	1,8	1,8	2,9	3,2	3,5	3,8	3,3
azioni non quotate e altri titoli di capitale	21	2,9	3,0	2,7	2,7	3,3	3,0	3,2	3,1	2,8	4,0
Quote di fondi comuni	5	0,0	-0,5	0,1	0,4	-1,5	-3,3	-5,4	-6,6	-6,6	-7,3
Riserve tecniche di assicurazione	16	7,7	7,1	6,7	6,5	6,1	5,7	5,2	4,7	4,4	3,6
Altre attività finanziarie <sup>2)</sup>	21	8,1	8,5	9,1	8,4	7,6	6,3	4,6	3,6	3,2	4,0
M3 <sup>3)</sup>		8,4	9,9	11,0	11,0	11,4	11,6	10,1	9,7	8,7	7,5

Fonte: BCE.

1) Dati relativi alla fine dell'ultimo trimestre per cui i dati sono disponibili. Eventuali mancate quadrature nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

2) Le altre attività finanziarie comprendono i prestiti, i prodotti finanziari derivati e altri conti attivi, che a loro volta includono, fra l'altro, i crediti al commercio concessi da società non finanziarie.

3) Dati di fine trimestre. L'aggregato monetario M3 comprende strumenti monetari detenuti dalle istituzioni diverse dalle IFM (ossia il settore non finanziario e le istituzioni finanziarie non monetarie) presso le IFM e le amministrazioni centrali dell'area dell'euro.

## SETTORI NON FINANZIARI

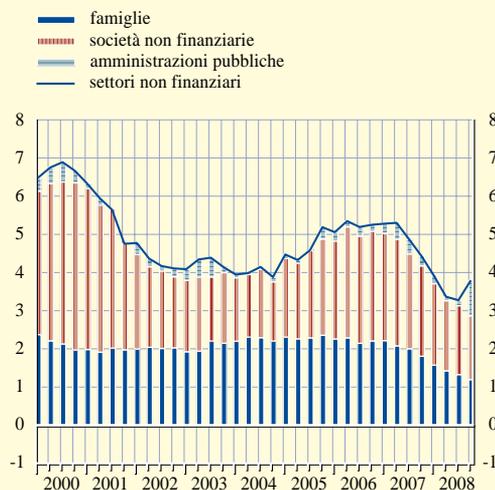
Nel quarto trimestre del 2008 (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati), il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari è salito al 3,8 per cento, dal 3,3 del trimestre precedente, dopo essere calato continuamente dalla metà del 2007 (cfr. tavola 2).

Una scomposizione per strumenti d'investimento suggerisce che tale aumento riflette, tra l'altro, incrementi dei tassi di crescita sul periodo corrispondente di circolante e depositi, azioni e altri titoli di capitale, "altri" strumenti finanziari (che comprendono prodotti come derivati e crediti commerciali) e, seppur in misura minore, dei titoli di debito. Per contro, i tassi di crescita degli investimenti in riserve tecniche delle compagnie di assicurazione e in quote di fondi comuni sono diminuiti.

La scomposizione per settori non finanziari mostra che la ripresa del tasso di crescita degli investimenti finanziari complessivi è stata dovuta interamente alla maggiore crescita degli investimenti finanziari delle amministrazioni pubbliche, mentre la crescita degli investimenti finanziari degli altri settori si è ulteriormente indebolita (cfr. figura 12). Più in particolare, il tasso di

Figura 12 Investimenti finanziari dei settori non finanziari

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari del settore delle amministrazioni pubbliche è aumentato marcatamente portandosi all'11,4 per cento nel quarto trimestre, dall'1,8 per cento del trimestre precedente, raggiungendo così il livello più elevato dall'inizio della Terza fase dell'UEM. Ciò è riconducibile alle acquisizioni pubbliche di partecipazioni nelle istituzioni creditizie finalizzate ad assicurare la stabilità del sistema bancario dopo l'intensificarsi delle tensioni nei mercati finanziari nel settembre 2008. Per contro, i tassi di crescita degli investimenti finanziari di famiglie e società non finanziarie sono ulteriormente diminuiti, proseguendo la tendenza calante osservata dall'inizio del 2007; entrambi si sono collocati sui livelli più bassi dall'inizio della Terza fase dell'UEM. Per informazioni più dettagliate sull'andamento degli investimenti finanziari da parte del settore privato, cfr. le sezioni 2.6 e 2.7.

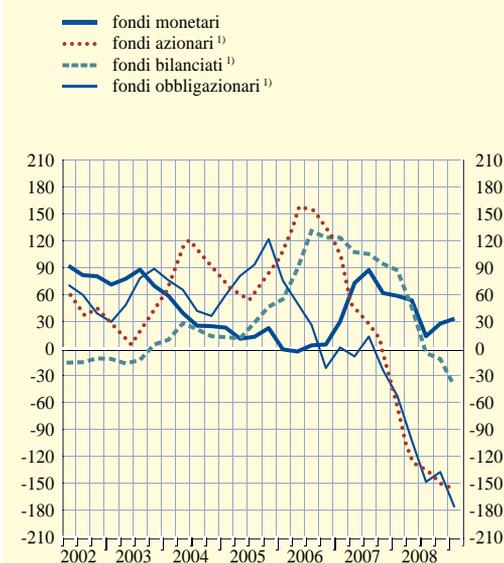
### INVESTITORI ISTITUZIONALI

Il valore delle attività totali dei fondi di investimento nell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari) ha continuato a diminuire fortemente nel quarto trimestre del 2008, segnando un calo del 26,6 per cento sul periodo corrispondente (rispetto a una flessione del 20,0 per cento sul periodo corrispondente nel terzo trimestre)<sup>1)</sup>. Come nel trimestre precedente, tale flessione è principalmente riconducibile alla riduzione del valore delle azioni e delle altre partecipazioni possedute dai fondi di investimento, ma anche, seppure in misura minore, alla diminuzione del valore di quote di fondi di investimento nei loro portafogli. I dati sulle transazioni suggeriscono che il calo osservato nel valore delle attività totali dei fondi di investimento nel quarto trimestre può essere ricondotto in misura sostanzialmente uguale agli effetti di valutazione negativi e ai riscatti di quote.

I dati forniti dall'EFAMA<sup>2)</sup> sulle vendite nette di varie tipologie di fondi di investimento nel quarto trimestre del 2008 suggeriscono il protrarsi di ampi deflussi netti annuali sia dai fondi azionari che dai fondi obbligazionari (cfr. figura 13). Inoltre, maggiori deflussi annuali sono stati registrati per i fondi misti/bilanciati nel quarto trimestre, dopo i lievi deflussi dei due trimestri precedenti. Per contro, gli investimenti in fondi monetari sono aumentati ulteriormente rispetto al trimestre precedente. Nel complesso, tali andamenti suggeriscono che il 2008 è stato caratterizzato da un'inversione degli afflussi,

Figura 13 Flussi netti annuali verso i fondi d'investimento (per categoria)

(in miliardi di euro)



Fonti: BCE ed EFAMA.

1) Elaborazioni della BCE basate su dati nazionali forniti dall'EFAMA.

- 1) Va rilevato che i dati di dicembre 2008 includono diversi fondi di investimento non soggetti a supervisione che non erano precedentemente inclusi e che hanno determinato un aumento delle attività totali di circa 120 miliardi di euro. Sottraendo tale importo dal dato di dicembre 2008, la diminuzione del valore delle attività totali dei fondi di investimento dell'area dell'euro nel quarto trimestre sarebbe stata persino maggiore, con un calo sul periodo corrispondente del 28,7 per cento.
- 2) La *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA) fornisce informazioni sulle vendite nette (o flussi netti) di fondi azionari e obbligazionari aperti sottoposti a offerta pubblica per Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. Per ulteriori informazioni cfr. il riquadro *Il recente andamento dei flussi netti relativi ai fondi azionari e obbligazionari dell'area dell'euro* nel numero di giugno 2004 di questo Bollettino.

relativamente sostenuti, osservati per i fondi di investimento nel 2005 e 2006, in particolare per i fondi azionari e obbligazionari.

Nel quarto trimestre il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione nell'area dell'euro è salito portandosi al 4,6 per cento, dal 4,0 del trimestre precedente (cfr. figura 14). In termini di strumenti, tale andamento è riconducibile principalmente ai maggiori investimenti in depositi (inclusi negli "altri" investimenti finanziari), che hanno più che compensato i minori investimenti in titoli di debito e in azioni e altri titoli di capitale.

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*Negli ultimi tre mesi tutti i tassi del mercato monetario hanno continuato a diminuire. Sia i tassi sui depositi privi di garanzia sia quelli sui depositi garantiti sono scesi sull'insieme delle scadenze, in linea con la riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE e rispecchiando una graduale normalizzazione delle condizioni del mercato monetario, dopo l'acuirsi delle tensioni sui mercati finanziari nel settembre del 2008. Tale interpretazione è altresì corroborata dall'ulteriore restringimento del differenziale fra i tassi sui depositi non garantiti e quelli garantiti fra marzo e gli inizi di giugno, che è rimasto tuttavia su livelli elevati in confronto a quelli osservati prima delle turbolenze sui mercati finanziari.*

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia hanno continuato a diminuire su tutte le scadenze nel corso degli ultimi tre mesi, in seguito sia alla riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE, sia a un progressivo allentamento delle tensioni nei mercati monetari. Il 3 giugno i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,92, 1,26, 1,46 e 1,62 per cento, ovvero su livelli inferiori di 60, 55, 46 e 41 punti base rispetto ai valori osservati il 2 marzo. Nel complesso, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è accentuata lievemente nel corso del periodo, come indicato dal differenziale fra i tassi Euribor a dodici mesi e quelli a un mese, che è salito da 51 a 70 punti base dal 2 marzo al 3 giugno (cfr. figura 15).

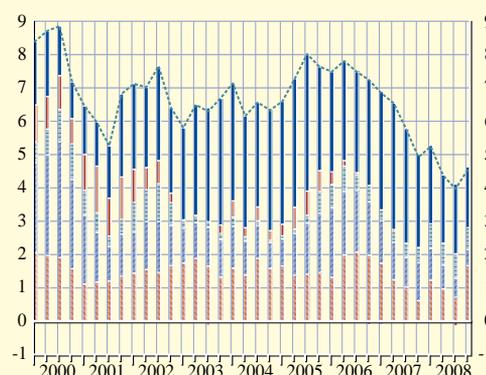
I differenziali fra i tassi Euribor sui depositi privi di garanzia e quelli con garanzia (come l'Eurepo o quelli ricavati dall'Eonia Swap Index) sono ulteriormente diminuiti da marzo. Per la scadenza a tre mesi, lo spread ha raggiunto i 48 punti base il 3 giugno, in netta flessione rispetto ai 97 punti base del 2 marzo. Benché i differenziali rimangano relativamente elevati in confronto ai valori osservati prima delle turbolenze finanziarie, il loro recente calo concorda con la tesi secondo cui i mercati monetari avrebbero mostrato un lento miglioramento (cfr. figura 16).

Il 3 giugno i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a settembre 2009, dicembre 2009 e marzo 2010 si collocavano rispettivamente all'1,080,

**Figura 14 Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)

■ titoli di debito, esclusi i prodotti finanziari derivati  
 ■ azioni quotate  
 ■ azioni non quotate e partecipazioni  
 ■ quote di fondi comuni  
 ■ altro<sup>1)</sup>  
 - - - - - totale



Fonte: BCE.

1) Comprende prestiti, depositi, riserve tecniche di assicurazione, altri conti attivi e prodotti finanziari derivati.

**Figura 15 Tassi di interesse del mercato monetario**

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)

- Euribor a 1 mese (scala di sinistra)
- ... Euribor a 3 mesi (scala di sinistra)
- - - Euribor a 12 mesi (scala di sinistra)
- differenziale tra Euribor a 12 mesi e a 1 mese (scala di destra)

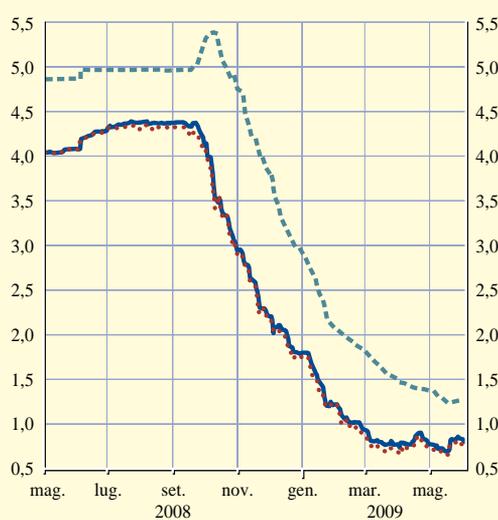


Fonti: BCE e Reuters.

**Figura 16 Eurepo, Euribor e swap sul tasso di interesse overnight a tre mesi**

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)

- Eurepo a tre mesi
- ... swap sull'indice overnight a tre mesi
- - - Euribor a tre mesi



Fonti: BCE, Bloomberg e Reuters.

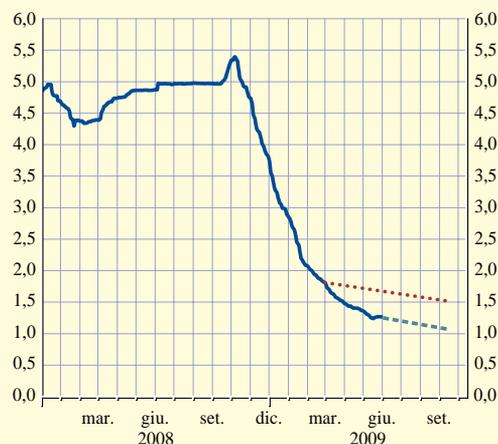
1,185 e 1,275 per cento, con un calo di circa 44, 50 e 49 punti base rispetto al 2 marzo (cfr. figura 17). La volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a settembre 2009 è diminuita lievemente nel corso di aprile, per poi stabilizzarsi sostanzialmente in maggio (cfr. figura 18).

Per quanto riguarda i tassi di interesse a brevissimo termine, l'Eonia è diminuito in misura significativa da marzo, rispecchiando in larga misura le ulteriori riduzioni dei tassi ufficiali decise dal Consiglio direttivo della BCE il 5 marzo, il 2 aprile e il 7 maggio. Pertanto, dall'8 ottobre 2008 il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema risulta ora ridotto di complessivi 325 punti base. Il calo dell'Eonia è riconducibile anche all'offerta di abbondante liquidità nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema, in particolare dopo che il 15 ottobre 2008 le operazioni principali

**Figura 17 Tasso di interesse a tre mesi e tassi future nell'area dell'euro**

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)

- Euribor a 3 mesi
- ... tassi future al 2 marzo 2009
- - - tassi future al 3 giugno 2009



Fonte: Reuters.  
Nota: quotazioni Liffe dei contratti *future* a tre mesi con consegna alla fine del trimestre corrente e dei successivi tre trimestri.

**Figura 18** Volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi con scadenza a settembre 2009

(valori percentuali in ragione d'anno; punti base; dati giornalieri)

— valori percentuali (scala di sinistra)  
 ..... punti base (scala di destra)

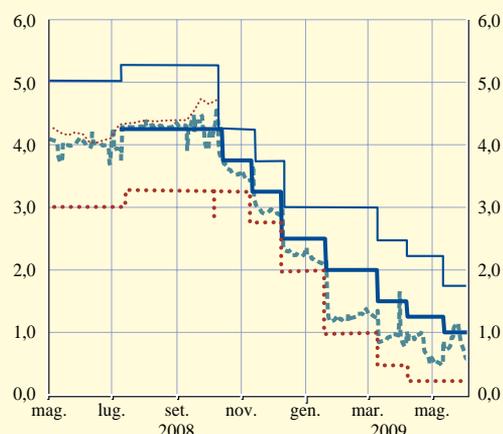


Fonti: Bloomberg, Reuters ed elaborazioni della BCE.  
 Nota: la misura della volatilità espressa in termini di punti base è ottenuta come prodotto della volatilità implicita in valori percentuali e il corrispondente livello del tasso d'interesse (cfr. anche il riquadro *Le misure di volatilità implicita desunte dai prezzi delle opzioni sui contratti future sui tassi di interesse a breve termine* nel numero di maggio 2002 di questo Bollettino).

**Figura 19** Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)

— tasso minimo di offerta/tasso fisso nelle operazioni di rifinanziamento principali  
 ..... tasso sui depositi *overnight* presso la banca centrale  
 - - - tasso *overnight* (EONIA)  
 — tasso marginale nelle operazioni di rifinanziamento principali  
 ..... tasso di rifinanziamento marginale



Fonti: BCE e Reuters.

settimanali erano state trasformate in aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. Tuttavia, la volatilità rimane ancora su livelli relativamente elevati e l'Eonia, dopo essere aumentato in misura significativa nelle ultime due settimane di maggio collocandosi su valori superiori al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali per quattro giorni consecutivi dal 22 al 27 maggio, è successivamente tornato al di sotto di tale tasso (cfr. figura 19). Il suo aumento temporaneo è parzialmente ascrivibile a una diminuzione della liquidità in eccesso nel mercato, in seguito alla riduzione dei volumi richiesti nelle operazioni di rifinanziamento principali da parte delle banche, che hanno tuttavia mantenuto stabile – ma limitato – il ricorso a depositi. Nel complesso, l'Eonia è diminuito dall'1,28 allo 0,58 per cento dal 2 marzo al 3 giugno.

**Riquadro 2**

**CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO DALL'11 FEBBRAIO AL 12 MAGGIO 2009**

Il presente riquadro esamina la gestione della liquidità della BCE durante i tre periodi di mantenimento delle riserve terminati rispettivamente il 10 marzo, il 7 aprile e il 12 maggio 2009. In questo arco temporale la BCE ha seguito ad applicare la maggior parte delle misure introdotte nell'ottobre 2008 in risposta all'intensificazione delle turbolenze sui mercati finanziari. In

particolare, tutte le operazioni di rifinanziamento in euro e in dollari hanno continuato a essere condotte a tasso fisso (pari nel primo caso al tasso di riferimento della BCE) e con piena aggiudicazione degli importi (ossia tutte le richieste sono state accolte) e preservando l'accettazione di un'ampia gamma di garanzie per queste operazioni di mercato aperto.

Nel marzo 2009 la BCE ha annunciato che l'utilizzo della procedura di asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi per tutte le operazioni di rifinanziamento in euro sarebbe stata nuovamente prolungata, questa volta sino alla fine del 2009. Era stato originariamente annunciato nell'ottobre 2008 che tale procedura sarebbe stata utilizzata per tutte le operazioni di rifinanziamento principali almeno fino al 20 gennaio 2009 e per tutte le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sino a marzo.

In maggio la BCE ha deciso di proseguire nel suo approccio di accresciuto sostegno al credito e ha annunciato l'introduzione di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine di immissione di liquidità con scadenza di un anno (in aggiunta alle esistenti scadenze della lunghezza del periodo di mantenimento, di tre mesi e di sei mesi); la prima di queste operazioni a un anno è prevista per giugno. Nel contempo, il temporaneo ampliamento della lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito, annunciato inizialmente nell'ottobre 2008, è stato prolungato sino alla fine del 2010. Il Consiglio direttivo ha altresì deciso in linea di principio che l'Eurosistema s'impegnerà in un programma di acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse nell'area. Inoltre, la Banca europea per gli investimenti diventerà una controparte idonea nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema a partire dall'8 luglio e alle stesse condizioni di ogni altra controparte.

In aprile la BCE ha ampliato la propria cooperazione con altre banche centrali entrando in un accordo di *swap* con il Federal Reserve System statunitense, in base a cui la BCE offrirà liquidità fino a 80 miliardi di euro al Federal Reserve System sino al 30 ottobre 2009. Nel periodo in rassegna il Federal Reserve System non si è avvalso di questo accordo di *swap*. La BCE ha anche prolungato sino alla fine di luglio la fornitura di franchi svizzeri a controparti attraverso operazioni di *swap*.

Durante il periodo in rassegna il mercato monetario in euro ha continuato a mostrare segnali di miglioramento. Ad esempio, il differenziale a tre mesi tra l'Euribor e il tasso *swap* sull'Eonia, che coglie il livello del rischio di credito e di liquidità prevalente, è calato costantemente e alla fine del periodo in rassegna era sostanzialmente uguale a quello registrato prima dell'intensificarsi della turbolenza finanziaria a metà settembre 2008.

#### Fabbisogno di liquidità del sistema bancario

Nei tre periodi di mantenimento in esame il fabbisogno giornaliero medio di liquidità delle banche – definito come la somma di fattori autonomi, riserva obbligatoria e riserve in eccesso (ossia i depositi in conto corrente che

**Figura A Riserve bancarie detenute in conto corrente eccedenti l'importo minimo obbligatorio**

(miliardi di euro; livelli medi in ciascun periodo di mantenimento)



Fonte: BCE.

eccedono la riserva obbligatoria) – è stato pari a 612 miliardi di euro, in rialzo di 18,1 miliardi rispetto alla media dei tre periodi precedenti. Ciò è principalmente riconducibile a un incremento di 18,6 miliardi di euro in media dei fattori autonomi, mentre la riserva obbligatoria media e le riserve in eccesso sono diminuite rispettivamente di 0,1 e 0,3 miliardi di euro rispetto ai tre periodi di mantenimento precedenti (cfr. figura A). L'incremento in media dei fattori autonomi ha rispecchiato principalmente maggiori livelli di depositi delle amministrazioni pubbliche e, in minor misura, maggiori livelli di banconote in circolazione. Analogamente ai precedenti periodi di mantenimento, nei fattori autonomi è rientrato anche l'effetto, in termini di liquidità in euro, delle operazioni di *swap* in valuta condotte in collaborazione con altre banche centrali. Nei tre periodi di mantenimento in esame il fabbisogno giornaliero medio di liquidità ascrivibile alla riserva obbligatoria è ammontato a 219,4 miliardi di euro, mentre fattori autonomi ed eccedenza media delle riserve hanno contribuito rispettivamente per 391,6 e 1 miliardo di euro (cfr. figura B).

Poiché molte banche hanno continuato a soddisfare il fabbisogno di liquidità tramite le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema, l'utilizzo di procedure di asta con piena aggiudicazione ha determinato ingenti importi di liquidità in eccesso nel sistema bancario, seppur in calo. Ciò ha dato luogo a un significativo ricorso ai depositi presso la banca centrale. Nei periodi di mantenimento terminati il 10 marzo, il 7 aprile e il 12 maggio il ricorso netto medio a questo strumento è stato rispettivamente di 93,9, 56,6 e 41,9 miliardi di euro al giorno, in calo dal massimo di 235,5 miliardi raggiunto nel periodo di mantenimento terminato il 20 gennaio 2009.

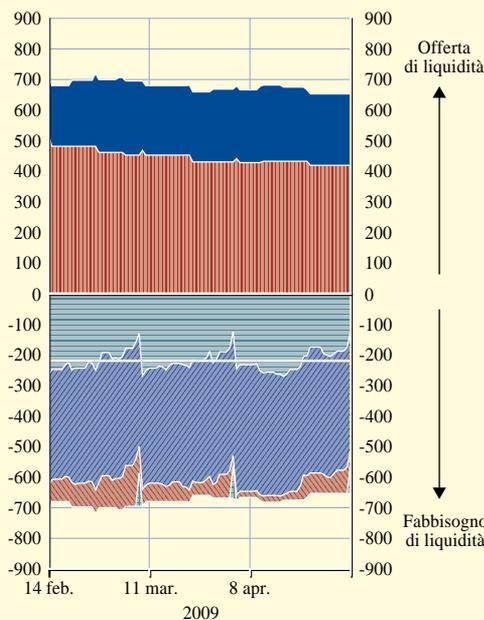
### Offerta di liquidità e tassi di interesse

Il volume delle operazioni di mercato aperto in essere ha continuato a calare in linea con la tendenza iniziata all'inizio del 2009. Nel periodo di mantenimento terminato il 12 maggio il volume medio delle operazioni di mercato aperto in essere è stato di 663 miliardi di euro, una quantità nettamente inferiore rispetto al massimo storico di 857 miliardi di euro di fine 2008. Ciò è principalmente ascrivibile a un calo del volume delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine in essere, mentre il volume di operazioni di rifinanziamento principali in essere è stato

**Figura B Fabbisogno di liquidità del sistema bancario e offerta di liquidità**

(miliardi di euro; in corrispondenza di ciascuna voce sono riportate le medie giornaliere per l'intero periodo)

- operazioni di rifinanziamento principali: 232,1 miliardi di euro
- operazioni di rifinanziamento a più lungo termine: 445,9 miliardi di euro
- riserve detenute in conto corrente: 220,4 miliardi di euro (riserve in eccesso: 1 miliardo di euro)
- riserve obbligatorie: 219,4 miliardi di euro
- fattori autonomi: 391,6 miliardi di euro
- ricorso netto ai depositi presso la banca centrale: 62,5 miliardi di euro
- operazione di regolazione puntuale: 3,5 miliardi di euro



Fonte: BCE.

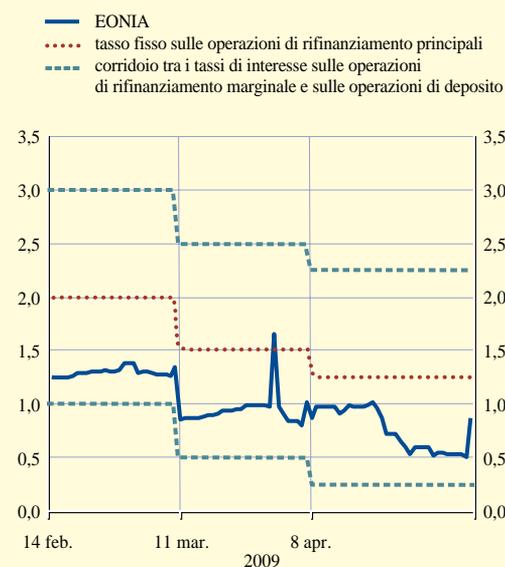
più stabile ed è persino aumentato lievemente (cfr. figura B). Pertanto, nel periodo conclusosi il 12 maggio le operazioni di rifinanziamento principali hanno rappresentato il 36 per cento del rifinanziamento complessivo in essere, evidenziando un sostanziale aumento dal 25 per cento osservato nel periodo di mantenimento che ha coperto la fine del 2008.

Di riflesso alla domanda di liquidità in eccesso da parte delle controparti (ossia liquidità in eccesso dell'importo necessario a coprire la riserva obbligatoria, i fattori autonomi e le riserve in eccesso), nei tre periodi di mantenimento in rassegna l'Eonia è rimasto fra il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ossia il tasso di politica monetaria) e il tasso dei depositi presso la banca centrale (cfr. figura C), analogamente a quanto osservato dall'ottobre 2008. Nel contempo, parallelamente alla diminuzione del ricorso ai depositi presso la banca centrale, l'Eonia si è avvicinato al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali. Nel periodo di mantenimento terminato il 12 maggio l'Eonia è stato in media circa 50 punti base al di sotto del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, rispetto a circa 70 punti base nel periodo di mantenimento terminato il 10 marzo.

Inoltre, l'Eonia ha evidenziato effetti di calendario per tutto il periodo in rassegna, collocandosi su un livello più alto l'ultimo giorno di ciascun mese (in particolare alla fine del trimestre) e l'ultimo giorno del periodo di mantenimento quando la BCE ha condotto le sue regolari operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) di assorbimento di liquidità. Si è inoltre situato su un livello elevato nel periodo attorno a Pasqua.

Figura C L'Eonia e i tassi di interesse della BCE

(tassi di interesse giornalieri in percentuale)



Fonte: BCE.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

*Negli ultimi tre mesi nei mercati obbligazionari mondiali si è osservato un generale miglioramento del clima di fiducia e della propensione al rischio. Rispetto ai livelli di fine febbraio, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nelle economie principali sono cresciuti. La volatilità implicita è diminuita nell'area dell'euro e in Giappone, mentre è aumentata negli Stati Uniti. I differenziali delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro sono scesi, pur rimanendo su livelli elevati in termini storici.*

Gli ultimi tre mesi sono stati caratterizzati da un generale miglioramento nel clima di fiducia del mercato e nella propensione al rischio, associato a una ricomposizione dei portafogli verso attività più rischiose. Nei mercati obbligazionari, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono aumentati da circa il 3,0 per cento di fine febbraio al 3,6 per cento degli inizi di giugno negli Stati Uniti, mentre hanno mostrato una crescita moderata, a circa il 4 per cento, nell'area dell'euro. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli decennali degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è ristretto notevolmente a circa -40 punti base agli inizi di giugno. In Giappone, i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono rimasti sostanzialmente invariati, attestandosi intorno all'1,6 per cento a inizio giugno.

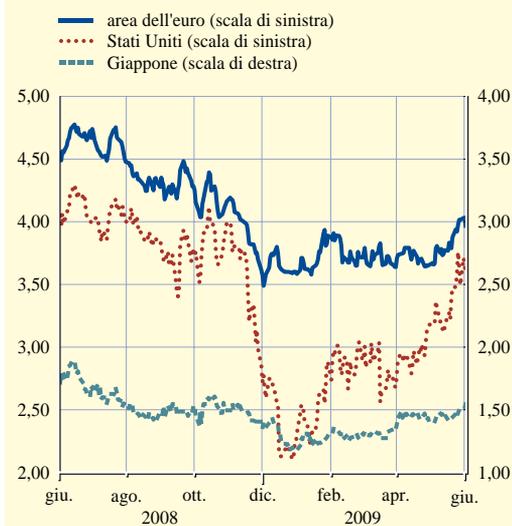
Durante gli ultimi tre mesi l'incertezza degli operatori sull'andamento a breve termine dei rendimenti obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita del comparto, è diminuita nell'area dell'euro e in Giappone, rimanendo invece sostanzialmente invariata negli Stati Uniti.

Nel complesso, dalla fine di febbraio i mercati finanziari mondiali sono stati caratterizzati da un crescente senso di stabilizzazione, ampiamente percepito nei diversi segmenti di mercato ed alimentato, in particolare, da un clima di fiducia dei consumatori e delle imprese migliore di quanto previsto su entrambe le sponde dell'Atlantico. Durante questo periodo, i primi segnali di miglioramento in alcuni settori dell'economia sono stati accentuati dal protratto sostegno offerto dalle principali banche centrali tramite riduzioni dei tassi di interesse e misure non convenzionali di politica monetaria. La generale attenuazione dell'incertezza ha determinato pressioni al ribasso sui prezzi dei titoli di Stato a lungo termine e pressioni al rialzo sui rendimenti. L'accresciuta disponibilità degli operatori in generale a investire nuovamente in attività più rischiose ha determinato anche ricomposizioni di portafoglio, che hanno generalmente influito sui rendimenti obbligazionari durante il periodo.

Nello stesso tempo, i differenziali sulle obbligazioni sovrane all'interno dell'area dell'euro si sono ristretti nel periodo in esame, riflettendo principalmente un aumento dei rendimenti sui titoli tedeschi, a indicare un possibile ritorno

**Figura 20 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg e Reuters.

Nota: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a 10 anni o alla scadenza disponibile più vicina a 10 anni.

delle preferenze degli investitori verso attività più rischiose, nel contesto di una generale riduzione della fuga verso investimenti sicuri.

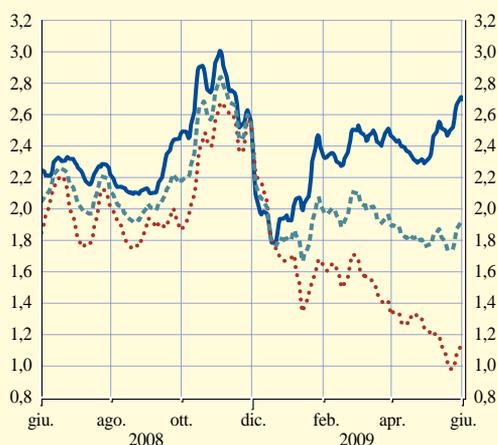
Malgrado un miglioramento delle prospettive per l'attività economica a più lungo termine, da fine febbraio agli inizi di giugno i rendimenti reali dei titoli di Stato a cinque anni indicizzati all'inflazione sono ulteriormente scesi nell'area dell'euro, di circa 60 punti base, indicando quindi ancora un deterioramento nella percezione degli investitori circa le prospettive macroeconomiche a breve termine. A tale peggioramento delle aspettative hanno altresì concorso l'attuale debolezza dell'attività economica, il calo generale dell'occupazione e i timori sulla sostenibilità delle finanze pubbliche nei paesi dell'area dell'euro per i prossimi anni. I rendimenti reali a dieci anni, tuttavia, sono diminuiti in misura molto inferiore, di circa 25 punti base nel periodo in rassegna, e sono persino aumentati dalla fine di aprile, attestandosi intorno all'1,9 per cento agli inizi di giugno. Nello stesso tempo, anche i rendimenti reali a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale sono cresciuti, collocandosi a circa il 2,7 per cento agli inizi di giugno, in linea con una percezione più positiva delle prospettive economiche a più lungo termine (cfr. figura 21).

In combinazione con gli andamenti dei rendimenti nominali, il calo di quelli reali negli ultimi tre mesi ha portato a un aumento nei tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque e dieci anni nell'area dell'euro di rispettivamente 90 e 60 punti base circa. Il tasso implicito a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è salito di circa 30 punti base, attestandosi a circa il 2,6 per cento alla fine del periodo in esame. Tuttavia, il tasso comparabile di inflazione di pareggio a termine ricavato dagli *swap* è rimasto sostanzialmente invariato e pertanto il recente aumento nei tassi di inflazione di pareggio a termine potrebbe in parte riflettere andamenti particolari nel mer-

**Figura 21 Rendimenti zero coupon, ricavati sulla base dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro**

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)

- rendimenti delle obbligazioni indicizzate a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni
- rendimenti delle obbligazioni indicizzate a pronti a cinque anni
- - - - - rendimenti delle obbligazioni indicizzate a pronti a dieci anni

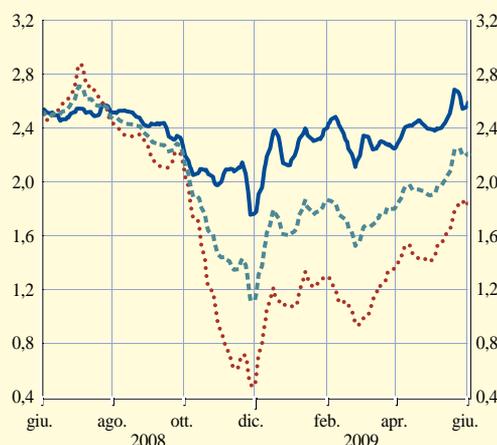


Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

**Figura 22 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti zero coupon nell'area dell'euro**

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)

- tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni
- tasso di inflazione di pareggio a pronti a cinque anni
- - - - - tasso di inflazione di pareggio a pronti a dieci anni



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

cato obbligazionario, piuttosto che un vero e proprio aumento nelle aspettative di inflazione. L'interpretazione dei rendimenti indicizzati all'inflazione e dei tassi di inflazione di pareggio, tuttavia, richiede una certa cautela, dato che nel complesso non si è ancora ripristinato il corretto funzionamento dei mercati degli strumenti indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro.

La struttura per scadenza dei tassi di interesse a termine nell'area dell'euro mostra in che modo il comportamento complessivo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine dell'area dell'euro possa essere scomposto in variazioni delle aspettative relative ai tassi di interesse (e ai connessi premi al rischio) su diversi orizzonti (cfr. figura 23). Tra fine febbraio e gli inizi di giugno l'inclinazione della curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti nei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro si è generalmente accentuata. Lo spostamento verso il basso sugli orizzonti medio-brevi ha principalmente rispecchiato la decisione del Consiglio direttivo di abbassare i tassi di riferimento per tre mesi consecutivi, ossia a marzo, aprile e maggio. Durante questo periodo, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è stato ridotto di 100 punti base complessivamente, all'1 per cento.

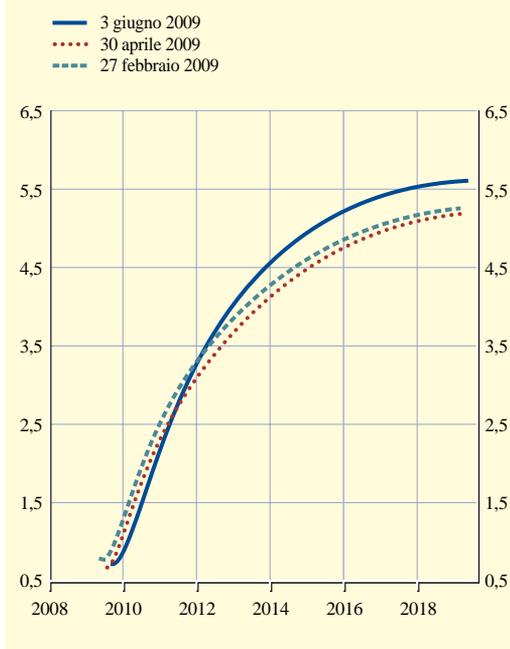
Negli ultimi tre mesi i differenziali delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro sono ulteriormente diminuiti, sia per il settore finanziario sia per quello non finanziario. Sebbene il calo sia stato generalizzato per le diverse categorie di *rating* delle società finanziarie e non finanziarie, i differenziali sulle obbligazioni delle società con merito di credito minore (BBB e A) sono diminuiti in maniera pronunciata. Unitamente a un protratto aumento delle emissioni societarie (cfr. sezione 2.6), tali andamenti indicano una diminuzione del pessimismo fra gli operatori di mercato e un incremento della propensione al rischio. Tuttavia gli spread sul debito societario sono rimasti su livelli elevati: a inizio giugno quelli relativi a titoli con *rating* BBB erano pari a circa 275 punti base per le società non finanziarie e a circa 1600 punti base per quelle finanziarie.

## 2.5 MERCATI AZIONARI

*Agli inizi di giugno gli indici dei corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti erano superiori ai loro livelli di fine febbraio di circa il 25 per cento, invertendo la tendenza al ribasso osservata dall'autunno del 2008. L'accresciuta propensione al rischio è riconducibile alla crescente percezione fra gli investitori che la crisi mondiale stesse raggiungendo un punto di svolta. L'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, ha segnato una netta flessione, rimanendo tuttavia lievemente superiore ai livelli del periodo precedente la crisi su entrambe le sponde dell'Atlantico.*

**Figura 23** Tassi di interesse *overnight* impliciti a termine nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: BCE, su dati EuroMTS e *rating* di Fitch Rating.  
 Note: la curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette le aspettative del mercato riguardo ai futuri livelli dei tassi di interesse a breve termine. Il metodo utilizzato per calcolare le curve dei tassi a termine impliciti è descritto nella sezione *Euro area yield curve* del sito Internet della BCE. I dati utilizzati per le stime sono rendimenti di titoli di stato con *rating* AAA.

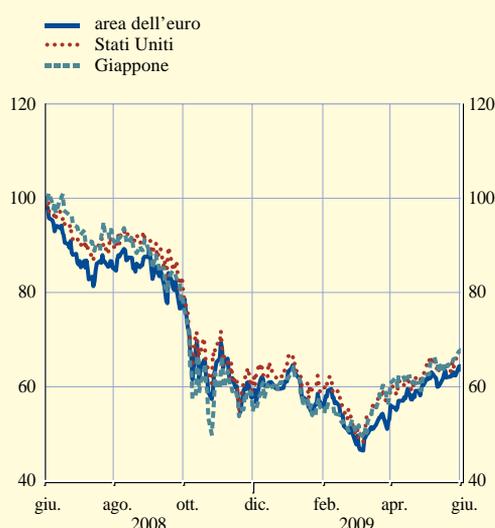
Tra la fine di febbraio e il 3 giugno, gli indici dei corsi azionari generali nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurati rispettivamente dal Dow Jones Euro Stoxx e dallo Standard and Poor's 500, sono saliti di circa il 25 per cento. Nello stesso periodo, le quotazioni azionarie in Giappone, misurate dall'indice Nikkei 225, sono cresciute di circa il 30 per cento (cfr. figura 24).

Nel corso degli ultimi tre mesi i mercati azionari sono stati caratterizzati da un'attenuazione dell'incertezza, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sulle azioni, che è tornata a livelli prossimi a quelli osservati prima che Lehman Brothers richiedesse l'ammissione alla procedura fallimentare nel settembre del 2008 (cfr. figura 25). Dai picchi degli inizi dell'autunno del 2008, la volatilità dei mercati azionari, dopo una stabilizzazione su livelli ancora elevati all'inizio dell'anno, ha evidenziato una diminuzione che ha lievemente accelerato negli ultimi tre mesi. Nel complesso, sebbene la volatilità rimanga ancora superiore alla media di lungo periodo, la sua diminuzione suggerisce una stabilizzazione dei mercati.

Il clima di fiducia del mercato è sembrato risentire dei nuovi dati che, complessivamente, indicano un miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari. Anche indagini e riscontri aneddotici che segnalano un recupero nella fiducia delle imprese e delle famiglie, rimasta tuttavia a livelli bassi, hanno contribuito a un clima positivo. Negli ultimi tre mesi le aspettative del mercato di un progressivo miglioramento dell'attività economica nel prosieguo di quest'anno si sono lievemente rafforzate. Inoltre, i risultati dell'indagine sul credito bancario condotta nell'area dell'euro in aprile hanno indicato un graduale allentamento delle condizioni creditizie restrittive che, a sua volta, potrebbe aver influito positivamente sulla fiducia di famiglie e imprese.

**Figura 24 Indici dei corsi azionari**

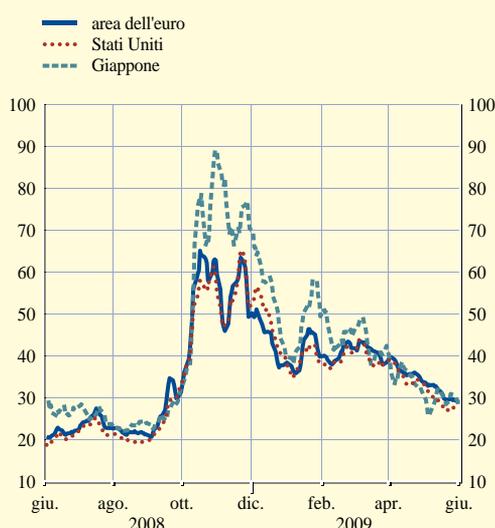
(indice: 1° giugno 2008 = 100; dati giornalieri)



Fonte: Reuters e Thomson Financial Datastream.  
Nota: indice ampio Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

**Figura 25 Volatilità implicita dei mercati azionari**

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili a cinque giorni, calcolate su dati giornalieri)



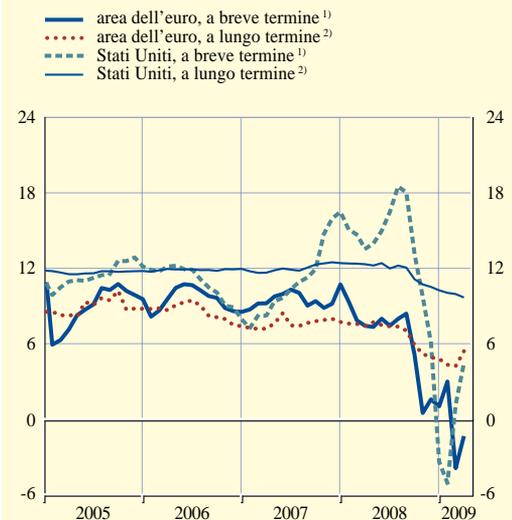
Fonte: Bloomberg.  
Note: la serie della volatilità implicita riflette la deviazione standard attesa di variazioni percentuali dei prezzi delle azioni per un periodo fino a tre mesi, come implicito nei prezzi delle opzioni su indici azionari. Gli indici azionari a cui si riferiscono le volatilità implicite sono il Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'area dell'euro, lo Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e il Nikkei 225 per il Giappone.

La tendenza positiva nei mercati azionari negli ultimi tre mesi è stata parzialmente riflessa dagli andamenti degli utili (cfr. figura 26). Per le società che compongono l'indice Standard & Poor's 500 vi è stata una netta revisione al rialzo delle aspettative degli utili per i prossimi dodici mesi, che sono ritornate positive dagli inizi di aprile. Le aspettative a più lungo termine per le società statunitensi, tuttavia, continuano a essere riviste al ribasso. Le prospettive per gli utili a lungo termine (a tre-cinque anni) delle società nell'area dell'euro, calcolate in termini di utili per azione delle società comprese nel Dow Jones Euro Stoxx, sono cresciute in maggio. Tuttavia, gli utili per azione attesi a dodici mesi delle società dell'area dell'euro sono diminuiti, mentre la crescita sui dodici mesi degli utili effettivi è scesa a circa il -33 per cento.

Per quanto riguarda gli andamenti per settore, negli ultimi tre mesi i corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono saliti di circa il 55 per cento per il settore finanziario e di circa il 15-20 per cento per quello non finanziario. Riflettendo la maggiore disponibilità degli operatori a investire in attività più rischiose, così come il rallentamento della recessione dell'economia mondiale, l'andamento dei corsi azionari dei settori non finanziari con un'attività ciclica, come quelli delle materie prime, dell'alta tecnologia e quelli industriali, è risultato migliore degli altri comparti meno sensibili al ciclo come, ad esempio, quelli dei servizi sanitari e di pubblica utilità (cfr. tabella 3).

**Figura 26 Crescita attesa degli utili per azione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro**

(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.  
 Nota: per l'area dell'euro, indice Dow Jones Euro Stoxx; per gli Stati Uniti, indice Standard & Poor's 500.  
 1) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte di dodici mesi (variazioni sui dodici mesi).  
 2) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte da tre a cinque anni (variazioni sui dodici mesi).

**Tavola 3 Variazioni dei prezzi degli indici settoriali Dow Jones Euro Stoxx**

(variazioni dei prezzi in percentuale di fine periodo)

	Euro Stoxx	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolio e gas naturale	Finanziari	Servizi sanitari	Industriali	Alta tecnologia	Telecomunicazioni	Servizi di pubblica utilità
<b>Quota del settore nella capitalizzazione del mercato (dati di fine periodo)</b>	100,0	7,9	6,6	12,0	8,4	25,8	4,1	11,9	4,9	7,9	10,5
<b>Variazioni dei prezzi (dati di fine periodo)</b>											
2008 1° trimestre	-16,4	-9,1	-16,2	-13,7	-15,2	-16,6	-17,9	-18,1	-22,2	-20,8	-16,5
2° trimestre	-7,3	7,9	-13,9	-14,7	12,7	-14,8	-0,2	-7,0	-10,7	-5,8	0,6
3° trimestre	-12,1	-25,0	-5,9	0,1	-22,9	-11,1	-6,3	-17,4	-9,9	-1,3	-14,6
4° trimestre	-21,2	-26,0	-7,7	-19,1	-17,8	-35,0	-9,2	-18,5	-22,8	-2,1	-13,5
2009 1° trimestre	-14,0	-13,6	-8,3	-11,5	-5,9	-20,1	-7,4	-14,0	-9,5	-8,8	-21,0
aprile 2009	15,0	16,4	8,7	14,8	7,7	28,8	4,2	21,0	18,4	-3,7	9,2
maggio 2009	3,3	8,1	0,2	0,9	6,3	6,0	2,5	-0,2	0,5	1,4	2,7
27 febbraio 2009 - 3 giugno 2009	25,1	30,5	8,9	24,5	14,3	55,0	7,6	29,9	34,5	-4,0	12,6

Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

## 2.6 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Nel primo trimestre del 2009 il costo medio del finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro in termini reali è significativamente diminuito, per effetto prevalentemente di un pronunciato calo del costo reale dei prestiti bancari e di quello del debito contratto sul mercato. In questo contesto, l'emissione di titoli di debito da parte delle società non finanziarie ha mantenuto l'andamento tendenziale in crescita osservato dal dicembre 2008, mentre si è ridotto l'incremento del finanziamento bancario. Ciò suggerisce di fatto un'ulteriore ripresa dei mercati delle obbligazioni societarie, ma potrebbe anche indicare che alcune società incontrano difficoltà a ottenere sufficienti finanziamenti attraverso le banche.

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Nel primo trimestre del 2009 il costo reale del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo delle diverse fonti di finanziamento sulla base delle rispettive consistenze corrette per le variazioni di valore<sup>1)</sup>, è sceso al 4,4 per cento, livello inferiore di quasi 30 punti base rispetto all'ultimo trimestre del 2008 (cfr. figura 27). Mentre i tassi sui prestiti bancari sono nettamente diminuiti in termini reali, sempre nel primo trimestre del 2009 il costo reale del capitale di rischio per le società non finanziarie ha proseguito la tendenza al rialzo, rispecchiando le attese di utili modesti in un contesto di perduranti timori circa le prospettive economiche. Le riduzioni apportate dalla BCE ai tassi di riferimento hanno ulteriormente contribuito alla diminuzione dei tassi di interesse reali a breve termine delle IFM. Nel primo trimestre del 2009 i tassi reali a lungo termine delle IFM hanno segnato un deciso calo, di 85 punti base. Anche il costo del finanziamento tramite l'emissione di obbligazioni è diminuito nel corso del primo trimestre, di 95 punti base circa. In una prospettiva di più lungo periodo, il costo reale complessivo del finanziamento per le società non finanziarie dell'area dell'euro è tuttavia rimasto elevato, se confrontato alla situazione precedente all'avvio delle turbolenze finanziarie nell'estate del 2007.

Per consentire l'efficiente funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, è importante che le modifiche dei tassi di interesse di riferimento della BCE guidino i tassi attivi applicati dalle banche sia alle famiglie che alle imprese. La tavola 4 illustra gli andamenti dei tassi bancari al dettaglio e dei tassi di interesse a tre mesi del mercato monetario (Euribor), nonché l'evoluzione dei rendimenti

**Figura 27 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro**

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch e previsioni di Consensus Economics.

Note: il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, dei titoli di debito e delle azioni, basata sui rispettivi ammontari in essere e deflazionata con le aspettative di inflazione (cfr. il riquadro 4 del numero di marzo 2005 di questo Bollettino). L'introduzione all'inizio del 2003 dei tassi sui prestiti delle IFM armonizzati ha indotto una discontinuità strutturale nella serie.

1) Per una descrizione dettagliata della misurazione del costo reale del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro si veda il riquadro 4 nel numero di marzo 2005 di questo Bollettino.

**Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie**

(valori percentuali in ragione d'anno; punti base)

							Variazione in punti base fino a marzo 2009 <sup>1)</sup>		
	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 feb.	2009 mar.	2007 dic.	2008 dic.	2009 feb.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui prestiti</b>									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	6,55	6,67	6,91	6,26	5,40	5,12	-149	-114	-28
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	5,91	6,16	6,34	5,38	4,32	4,03	-205	-135	-29
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	5,23	5,43	5,64	5,32	4,96	4,75	-55	-57	-21
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	5,19	5,35	5,62	4,29	3,10	2,83	-252	-146	-27
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	5,34	5,52	5,64	4,77	4,23	3,87	-161	-90	-36
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	4,60	4,94	5,02	3,29	1,94	1,64	-321	-165	-30
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	3,54	4,72	4,09	2,62	1,80	1,74	-232	-88	-6
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,65	4,75	4,21	3,29	3,00	3,00	-114	-29	0

Fonte: BCE.

1) Eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti.

dei titoli di Stato a due e cinque anni. In circostanze normali gli andamenti dei finanziamenti a breve termine delle banche sono influenzati principalmente dai movimenti dell'Euribor a tre mesi, mentre i tassi sui prestiti bancari a più lungo termine rispecchiano di norma l'evoluzione dei titoli di Stato. Come mostra la tavola, fra dicembre e marzo i tassi sui prestiti con scadenze più brevi sono scesi di 135 e 145 punti base per i prestiti rispettivamente di piccola (fino a un milione di euro) e grande entità (oltre un milione di euro). Nel contempo, i tassi a breve del mercato monetario sono scesi di 165 punti base rispecchiando in parte l'allentamento in atto delle tensioni nei mercati interbancari. Questa trasmissione incompleta della riduzione dei tassi indica che nel periodo le banche hanno aumentato i propri margini.

Nello stesso periodo i rendimenti dei titoli di Stato a due e a cinque anni hanno segnato un netto calo, di 160 e 90 punti base rispettivamente, a seguito di un'attenuazione dei timori sulle prospettive di inflazione e di una ricomposizione di portafoglio da parte degli investitori connessa con la ricerca di maggiore qualità nei primi mesi dell'anno. Le corrispondenti variazioni dei tassi sui prestiti a lungo termine erogati dalle banche sono state meno pronunciate: i tassi di interesse sui prestiti di ammontare ridotto sono diminuiti di circa 60 punti base, mentre quelli sui prestiti a società non finanziarie di importo superiore a 1 milione di euro sono calati di 85 punti base nel primo trimestre dell'anno. L'indagine sul credito bancario di aprile<sup>2)</sup> ha rilevato tuttavia che la percentuale netta di banche che segnalano un inasprimento dei criteri per la concessione di prestiti a favore delle imprese è stata lievemente superiore per le aziende di grandi dimensioni rispetto alle piccole e medie imprese.

Le condizioni di finanziamento tramite titoli di debito emessi sul mercato dalle società dell'area dell'euro possono essere valutate sulla base del corrispondente differenziale sulle obbligazioni (misurato come la differenza tra i rendimenti sulle obbligazioni delle imprese e quelli dei titoli di Stato). Nel primo trimestre i differenziali sono diminuiti per tutte le categorie di *rating*, evidenziando

2) Per una descrizione dettagliata dei risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario, cfr. il riquadro 2 nel numero di maggio 2009 di questo Bollettino.

una tendenza al ribasso che è proseguita in aprile e maggio. Le diminuzioni complessive in questo periodo sono state più pronunciate per le obbligazioni con basso merito di credito: i differenziali sulle obbligazioni dell'area con *rating* BBB, ad esempio, si sono ridotti di 60 punti base, mentre per le obbligazioni AA la flessione è stata meno marcata, pari a 20 punti base (cfr. figura 28).

### FLUSSI FINANZIARI

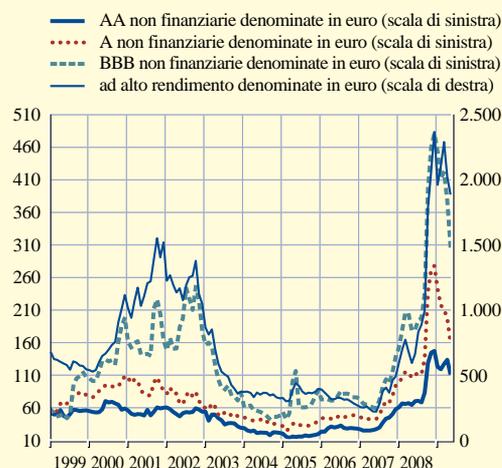
La maggior parte degli indicatori della redditività delle imprese dell'area dell'euro segnala un ulteriore deterioramento nel primo trimestre. Come mostra la figura 29, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli utili per azione delle società non finanziarie quotate nell'area dell'euro è diminuita dal -6,1 per cento alla fine del 2008 al -24,1 per cento in maggio 2009. In prospettiva, i dati disponibili relativi alle aspettative sugli utili degli analisti dei mercati finanziari indicano che gli utili per azione delle società non finanziarie resteranno negativi nei prossimi dodici mesi.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente del finanziamento esterno delle società non finanziarie (che ricomprende i prestiti delle IFM, i titoli di debito e le azioni quotate) è diminuito in termini reali a circa l'1,6 per cento nel primo trimestre, contro il 2,6 per cento di quello precedente (cfr. figura 30). Il principale contributo al finanziamento esterno è provenuto come di consueto dai prestiti delle IFM, che hanno registrato un tasso di incremento dell'1,3 per cento nello stesso periodo, con un calo di 1,1 punti percentuali rispetto al trimestre precedente. Il contributo al finanziamento delle azioni quotate emesse è lievemente aumentato, mentre quello delle emissioni di titoli di debito è rimasto sostanzialmente invariato, a 0,3 punti percentuali.

Quanto agli aggregati più ampi compresi nei conti dell'area dell'euro, la figura 31 illustra le componenti del risparmio, del finanziamento e degli investimenti delle imprese dell'area, per i quali sono disponibili dati fino al quarto trimestre del 2008. Tale scomposizione mostra che, in termini aggregati, gli esborsi delle imprese dell'area per investimenti reali e finanziari sono stati significativamente maggiori dei fondi generati internamente. Questo saldo, definito generalmente "fabbi-

**Figura 28 Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie delle società non finanziarie**

(punti base; medie mensili)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE. Nota: i differenziali sulle obbligazioni non finanziarie sono calcolati rispetto a rendimenti su titoli di Stato AAA.

**Figura 29 Utili per azione delle società non finanziarie quotate nell'area dell'euro**

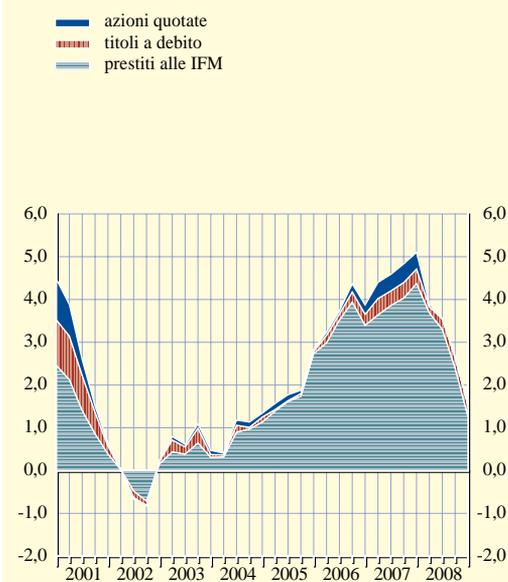
(medie mobili di dodici mesi di dati mensili)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

**Figura 30 Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento alle società non finanziarie <sup>1)</sup>**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

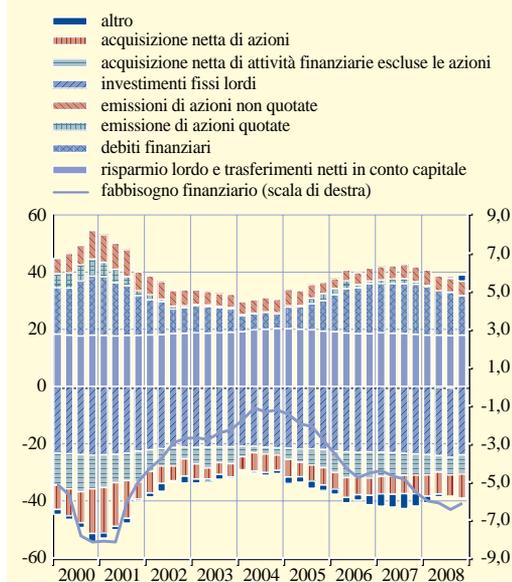


Fonte: BCE.

1) Il tasso di crescita reale sul periodo corrispondente è definito come la differenza fra il tasso di crescita sul periodo corrispondente del valore corrente e il tasso di crescita del deflatore del PIL.

**Figura 31 Risparmio, finanziamento e investimenti delle società non finanziarie**

(totali mobili di quattro trimestri; in percentuale del PIL)



Fonte: Conti dell'area dell'euro.

Note: i debiti finanziari comprendono prestiti, titoli di debito e riserve di fondi pensione. "Altro" comprende prodotti finanziari derivati, altri conti attivi/passivi e arrotondamenti. I prestiti intersocietari sono compensati. Il fabbisogno finanziario è pari all'indebitamento o accredito netto, sostanzialmente equivalente alla differenza tra risparmio lordo e gli investimenti fissi lordi.

sogno finanziario", si è sostanzialmente accresciuto dalla metà del 2004. Nel quarto trimestre del 2008 rappresentava il 6,1 per cento del valore aggiunto totale del settore non finanziario. Come si desume dalla figura, la maggior parte dei fondi disponibili, sia interni che esterni, è stata utilizzata per finanziamenti reali (investimenti fissi lordi), e solo in misura minore per investimenti finanziari. Gli acquisti netti di attività finanziarie, comprese le azioni, sono diminuiti nel quarto trimestre, per effetto di un decremento delle attività liquide (titoli di debito e quote e partecipazioni in fondi comuni) e di un minore accumulo di depositi. Il fabbisogno finanziario negativo e le maggiori difficoltà riscontrate dalle imprese a ottenere fondi dalle banche segnalano una certa vulnerabilità del settore delle società non finanziarie, che potrebbe aver contribuito alla brusca correzione al ribasso dei piani di investimento in tale comparto. Allo stesso tempo, la quota di finanziamento bancario nel finanziamento esterno totale delle società non finanziarie è aumentata nel quarto trimestre, sulla scorta principalmente delle condizioni compromesse per il finanziamento mediante il ricorso al mercato. Il seguente riquadro 3 mostra andamenti analoghi negli Stati Uniti, dove si osservano una flessione della crescita sul periodo corrispondente del finanziamento esterno delle imprese non finanziarie e un aumento dell'importanza relativa del finanziamento mediante prestiti bancari.

Pur continuando a registrare tassi di crescita elevati, i prestiti bancari hanno segnato un rallentamento costante dal primo trimestre del 2008 (cfr. tavola 5). Gli ultimi dati mensili disponibili mostrano che la decelerazione è proseguita agli inizi del 2009, con un'ulteriore flessione del tasso di variazione in aprile, al 5,2 per cento. Il calo è stato più pronunciato per le scadenze più brevi. Per quanto riguarda la struttura per scadenze dei prestiti erogati dalle IFM, in aprile i tassi di crescita

**Tavola 5 Finanziamento delle società non finanziarie**

	Tassi di crescita sul periodo corrispondente				
	2008	2008	2008	2008	2009
	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
<i>(variazioni percentuali; dati di fine trimestre)</i>					
<b>Prestiti delle IFM</b>	<b>15,0</b>	<b>13,7</b>	<b>12,2</b>	<b>9,6</b>	<b>6,3</b>
fino a un anno	14,0	12,0	9,9	6,9	0,2
da uno a cinque anni	22,3	20,0	17,6	14,0	10,4
oltre cinque anni	12,8	12,3	11,4	9,5	8,3
<b>Emissioni di obbligazioni</b>	<b>7,4</b>	<b>3,4</b>	<b>5,9</b>	<b>7,1</b>	<b>8,9</b>
a breve termine	22,3	9,4	14,3	16,3	-11,1
a lungo termine, di cui: <sup>1)</sup>	4,8	2,2	4,4	5,4	12,9
a tasso fisso	3,4	2,6	5,1	6,7	17,5
a tasso variabile	12,9	2,8	4,7	2,1	-0,9
<b>Emissioni di azioni quotate</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>
<b>Per memoria <sup>2)</sup></b>					
Finanziamento totale	4,4	3,9	3,9	3,6	-
Prestiti a società non finanziarie	10,7	9,9	9,3	8,1	-
Riserve tecniche di assicurazione <sup>3)</sup>	0,1	0,3	0,4	0,0	-

Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati riportati in tavola (con l'eccezione di quelli per memoria) derivano dalle statistiche monetarie e bancarie e dalle statistiche relative alle emissioni di titoli. Piccole differenze con i dati delle statistiche sui conti finanziari sono principalmente dovute a differenze nei metodi di valutazione.

1) La somma delle obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile può non corrispondere al totale delle obbligazioni a lungo termine a causa delle obbligazioni a lungo termine a cedola zero, che includono effetti di valutazione e non sono riportate separatamente in tavola.

2) I dati riportati derivano dalle statistiche sui conti finanziari. Il finanziamento totale delle società non finanziarie comprende i prestiti, le emissioni di obbligazioni, le emissioni di azioni quotate, le riserve tecniche e di assicurazione, altri conti attivi e strumenti finanziari derivati.

3) Include le riserve dei fondi pensione.

sui dodici mesi dei prestiti con durata fino a un anno, compresa tra uno e cinque anni e superiore a cinque anni sono stati pari rispettivamente al -1,4, 9,9 e 7,2 per cento, a fronte rispettivamente del 6,9, 14,0 e 9,5 per cento di dicembre.

In prospettiva, è probabile che il credito continui a decelerare, coerentemente con il rallentamento dell'attività economica e il graduale inasprimento delle condizioni di finanziamento segnalato nelle ultime indagini sul credito bancario nell'area dell'euro. Come indica l'evidenza empirica, la dinamica dei prestiti reagisce in genere con un ritardo di circa tre o quattro trimestri alle variazioni dei criteri di concessione del credito. Inoltre, la moderata attività di fusione e acquisizione e l'indebitamento relativamente elevato delle imprese dell'area dell'euro dovrebbero esercitare ulteriori pressioni al ribasso sul fabbisogno di credito delle aziende.

Nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro viene chiesto ai partecipanti di indicare i fattori che contribuiscono alla domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie. Come mostra la figura 32, i due fattori principali che hanno contribuito alla minore domanda di prestiti sono stati gli investimenti fissi e l'attività di fusione e acquisizione.

Oltre a finanziarsi tramite prestiti erogati dalle IFM, le imprese possono ottenere fondi direttamente sui mercati finanziari. Dati recenti sull'emissione di titoli di debito di società non finanziarie segnalano un ulteriore aumento di questa forma di finanziamento, con un tasso di variazione sul periodo corrispondente salito all'8,9 per cento nel primo trimestre del 2009, dal 7,1 e dal 5,9 per cento rispettivamente del quarto e terzo trimestre del 2008. La tendenza a un maggior ricorso all'emissione di titoli di debito e il rallentamento del finanziamento bancario segnalano possibili difficoltà a ottenere fondi attraverso le banche riscontrate dalle imprese, che hanno invece coperto il proprio fabbisogno finanziario direttamente sui mercati.

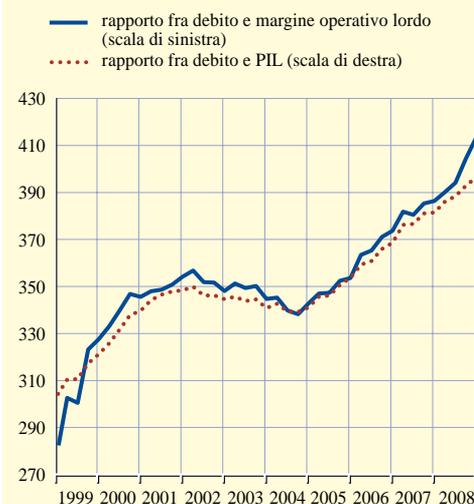
Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse da società non finanziarie è aumentato marginalmente nel primo trimestre del 2009, allo 0,4 per cento. I risultati positivi dei mercati azionari hanno sostenuto l'emissione di azioni quotate da parte delle società non finanziarie.

### POSIZIONE FINANZIARIA

Nel primo trimestre la protratta espansione del finanziamento mediante ricorso al credito da parte delle società non finanziarie, contestualmente a un calo del margine operativo lordo e del PIL, ha determinato un ulteriore lieve incremento del rapporto fra debito e PIL e di quello fra debito e margine operativo lordo (cfr. figura 33). Sempre nel primo trimestre, per effetto delle significative riduzioni nella crescita dei prestiti bancari e dei tassi di mercato, gli oneri per interessi delle società non finanziarie sono diminuiti (cfr. figura 34). Nel complesso l'alto livello di indebitamento e gli elevati oneri per interessi a esso associati rendono le società non finanziarie vulnerabili a shock futuri.

**Figura 33 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie**

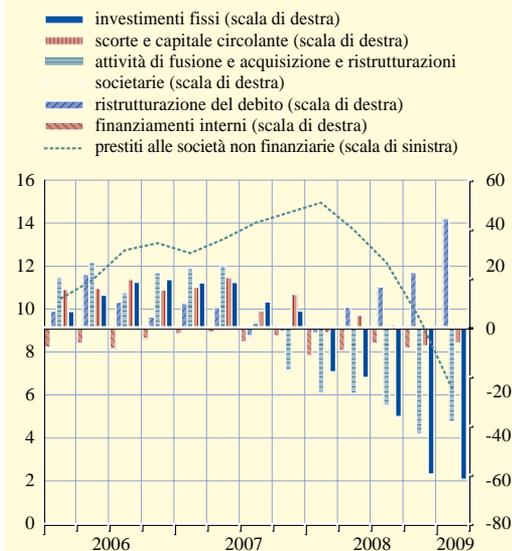
(valori percentuali)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
 Nota: i dati sul debito sono tratti dai conti settoriali europei trimestrali. Fanno parte del debito: i prestiti, i titoli di debito e le riserve di fondi pensione. Dati fino al primo trimestre del 2009.

**Figura 32 Crescita dei prestiti e fattori che hanno contribuito alla domanda di prestiti delle società non finanziarie**

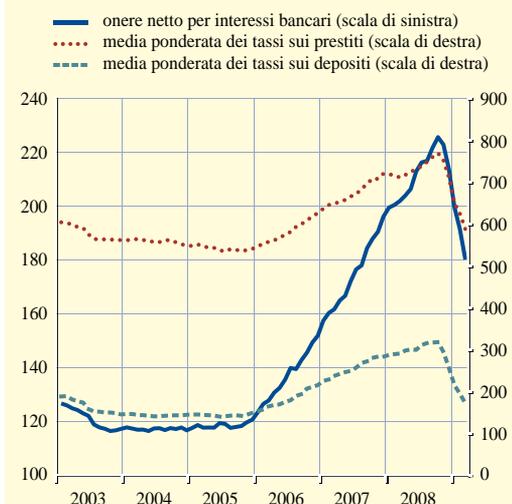
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali)



Fonte: BCE.  
 Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo alla crescita della domanda e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo alla diminuzione; cfr. anche l'indagine sul credito bancario di gennaio 2009.

**Figura 34 Onere netto per interessi bancari delle società non finanziarie**

(punti base)



Fonte: BCE.  
 Nota: l'onere netto per interessi bancari è definito come la differenza fra la media ponderata dei tassi sui prestiti bancari e quella sui depositi applicati alle società non finanziarie, con la ponderazione basata sulle consistenze.

## Riquadro 3

## IL FINANZIAMENTO ESTERNO DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

Questo riquadro esamina i principali andamenti e la composizione del finanziamento esterno delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, prevalentemente sulla base della contabilità dell'area dell'euro e dei *Flow of Funds Accounts* statunitensi<sup>1)</sup>. In questo riquadro il finanziamento esterno è inteso in senso ampio e comprende tutte le passività del settore delle società non finanziarie. Allo stesso tempo sono state apportate alcune correzioni al fine di agevolare il raffronto fra l'area dell'euro e gli Stati Uniti<sup>2)</sup>.

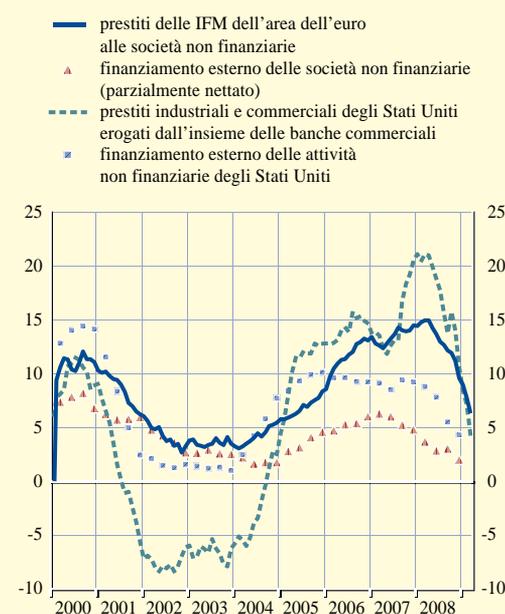
## Dinamica della crescita del finanziamento esterno

La crescita del finanziamento esterno delle società non finanziarie è considerevolmente diminuita nell'area dell'euro e negli Stati Uniti negli ultimi trimestri, pressoché di pari passo con il calo dell'attività economica. Per le imprese non finanziarie degli Stati Uniti, il tasso di variazione sul periodo corrispondente del finanziamento esterno è diminuito dal 9,4 per cento del terzo trimestre del 2007 al 4,3 del quarto trimestre del 2008. Analogamente, il tasso di variazione sul periodo corrispondente del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro è sceso da un massimo del 6,3 per cento nel primo trimestre del 2007 al 2,0 del quarto trimestre del 2008. Questi dati si confrontano con un tasso di crescita medio annuo del finanziamento esterno tra il 2000 e il 2008 pari al 7,0 per cento per le imprese non finanziarie statunitensi e al 4,4 per cento per le società non finanziarie dell'area dell'euro.

Il rallentamento del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro è riconducibile principalmente alla marcata decelerazione del credito bancario, sceso da un

## Figura A Crescita del finanziamento esterno delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System e BCE.  
Note: il finanziamento esterno si riferisce al totale delle passività delle società non finanziarie. Al fine di rendere più facile il confronto con gli Stati Uniti, le azioni e altre partecipazioni sono state consolidate figurando al netto degli investimenti azionari delle società non finanziarie relative alle società non finanziarie dell'area dell'euro. In aggiunta, i prestiti intersocietari sono stati consolidati e figurano al netto dei prestiti all'interno dell'area dell'euro concessi da società non finanziarie.

- 1) Cfr. anche l'articolo Il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti nel numero di aprile 2009 di questo Bollettino e il riquadro I conti integrati dell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2008 nel numero di maggio 2009 sempre di questo Bollettino. Per gli Stati Uniti, si fa riferimento al settore delle imprese non finanziarie, poiché questo è il comparto che si può meglio confrontare al settore delle società non finanziarie dell'area dell'euro. Per ulteriori ragguagli sulle differenze statistiche fra l'area dell'euro e gli Stati Uniti si veda il riquadro nell'articolo citato di questo Bollettino.
- 2) Al fine di agevolare il raffronto con gli Stati Uniti, le azioni e altre partecipazioni sono state consolidate compensando gli investimenti azionari delle società non finanziarie a favore di società dello stesso comparto dell'area dell'euro. Sono stati inoltre consolidati i prestiti intersocietari, compensando il credito all'interno dell'area concesso da società non finanziarie.

massimo del 14,9 per cento agli inizi del 2008 al 6,3 per cento nel marzo 2009. Negli Stati Uniti, i prestiti bancari rivestono nel complesso un ruolo meno importante nel finanziamento esterno delle imprese non finanziarie (cfr. la sezione seguente in questo riquadro). Si sono registrati, tuttavia, andamenti simili a quelli dell'area dell'euro, con una riduzione del tasso di crescita annua del credito da un massimo del 21,1 per cento agli inizi del 2008 al 4,3 per cento nel marzo del 2009. In confronto, il tasso di crescita medio annuo dal 2000 al 2008 è stato pari all'8,5 per cento per i prestiti delle IFM alle società non finanziarie dell'area dell'euro e al 5,7 per cento per i prestiti bancari negli Stati Uniti. La netta decelerazione dei prestiti bancari in entrambe le aree economiche è riconducibile al brusco rallentamento dell'attività economica e a un significativo inasprimento dei criteri di concessione del credito durante le turbolenze finanziarie, mentre per un periodo di tempo prolungato prima di tali turbolenze le condizioni di finanziamento per le società non finanziarie erano state molto favorevoli. Oltre al peggioramento delle prospettive economiche, hanno contribuito all'inasprimento dei criteri di erogazione del credito alle imprese le difficoltà di bilancio delle banche e l'aumento del costo di finanziamento da esse sostenuto durante le tensioni finanziarie. Allo stesso tempo, l'accelerazione dei prestiti bancari fino agli inizi del 2008, soprattutto negli Stati Uniti, è stata probabilmente connessa a effetti di sostituzione, in quanto il finanziamento basato sul mercato è stato gravemente compromesso durante le turbolenze finanziarie (cfr. anche la sezione seguente).

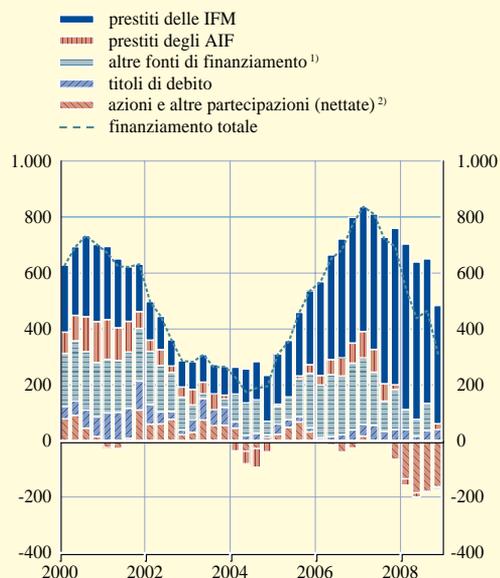
### Composizione del finanziamento esterno

Se si scinde il finanziamento esterno delle società non finanziarie nelle varie componenti, si possono riscontrare rilevanti differenze fra il finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro e quello delle imprese non finanziarie degli Stati Uniti.

Nell'area dell'euro, i prestiti delle IFM rappresentano tradizionalmente la maggior parte del finanziamento esterno per le società non finanziarie (cfr. figura B). In un contesto di condizioni favorevoli di concessione del credito bancario, la loro quota si è collocata al 60 per cento (sulla base di dati annuali) nel secondo trimestre del 2007, ossia prima dell'inizio delle turbolenze finanziarie, e al 56 per cento in media dal 2000 al 2008. Rispetto ai prestiti delle IFM, i titoli di debito emessi dalle società non finanziarie e i prestiti concessi da altri intermediari finanziari (AIF) rivestono un'importanza più limitata ai fini del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, incidendo in media rispettivamente per il 10 e il 6 per cento tra il 2000 e il 2008. Al fine di agevolare il confronto con gli Stati Uniti, è stata applicata la convenzione contabile di compensare le emissioni azionarie da parte delle società non finanziarie

**Figura B** Scomposizione del finanziamento delle società non finanziarie nell'area dell'euro

(somma mobile delle operazioni su quattro trimestri; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) La voce "altre fonti di finanziamento" comprende altri conti attivi, strumenti finanziari derivati e finanziamento mediante impegni previdenziali diretti. Al fine di rendere più facile il confronto con gli Stati Uniti, i prestiti intersocietari sono stati consolidati e figurano al netto dei prestiti all'interno dell'area dell'euro concessi da società non finanziarie.

2) Al fine di rendere più facile il confronto con gli Stati Uniti, le azioni e altre partecipazioni sono state consolidate figurando al netto degli investimenti azionari delle società non finanziarie.

con i loro investimenti in azioni. Questo consolidamento riduce notevolmente l'importanza del capitale di rischio, a una quota relativamente modesta del finanziamento esterno del settore delle società non finanziarie, poiché queste ultime detengono una parte importante di azioni emesse dal loro medesimo settore. In confronto, le azioni e le altre partecipazioni rappresentano, in un'ottica non consolidata, il 32 per cento delle passività totali delle società non finanziarie, soprattutto a titolo di azioni non quotate. Gli "altri finanziamenti" delle società non finanziarie dell'area dell'euro, costituiti in gran parte da "altri conti passivi" in cui rientrano anche i debiti commerciali, hanno rappresentato il 28 per cento del finanziamento esterno mediamente dal 2000 al 2008.

Dal terzo trimestre del 2007 al quarto del 2008 (ultimo periodo per cui i dati sono disponibili per l'area dell'euro), quando le tensioni finanziarie si sono acuite dopo il fallimento di Lehman Brothers, il finanziamento sul mercato delle società non finanziarie, compresa la cartolarizzazione, è stato gravemente compromesso. Ciò ha indotto un ulteriore aumento dell'importanza dei prestiti delle IFM per il finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, determinando in questo periodo un rapporto medio superiore al 100 per cento (in base ai dati annui), riconducibile a flussi netti negativi per altri strumenti di finanziamento. La riduzione dell'importanza dei prestiti degli AIF (che hanno rappresentato in media una quota dell'1,5 per cento del finanziamento esterno nel periodo in rassegna) a flussi netti negativi in alcuni trimestri sarebbe imputabile probabilmente al calo dell'attività di cartolarizzazione *pro soluto* nonché di quella relativa a prestiti sindacati delle società non finanziarie durante le turbolenze finanziarie. Benché anche l'emissione di titoli di debito da parte delle società non finanziarie abbia risentito negativamente di tali tensioni, i flussi sono rimasti prevalentemente positivi su livelli relativamente bassi (con una quota media del 7 per cento dal terzo trimestre del 2007 al quarto del 2008). Il flusso netto di capitale di rischio è diventato fortemente negativo, per effetto di un aumento delle azioni acquistate, mentre le azioni emesse si sono ridotte nel periodo. Si è avuta inoltre una riduzione della quota di "altri finanziamenti" delle società non finanziarie dell'area dell'euro al 14 per cento in media. Tra il terzo trimestre del 2007 e il quarto del 2008 si sono ridotti sia i crediti commerciali fra le società non finanziarie, diminuiti sostanzialmente in linea con il rallentamento economico, sia i prodotti finanziari derivati, interessati in maniera considerevole dalle turbolenze finanziarie.

Quanto agli Stati Uniti, i prestiti bancari rivestono un'importanza di gran lunga inferiore nel finanziamento esterno delle imprese non finanziarie rispetto all'area dell'euro (cfr. figura C). In media, tra il 2000 e il 2008 i prestiti bancari costituivano il 14 per cento del finanziamento esterno delle imprese non finanziarie statunitensi. Rispetto all'area dell'euro, i titoli di debito emessi dalle imprese non finanziarie svolgono un ruolo molto più rilevante nel finanziamento esterno (pari in media al 31 per cento del totale dal 2000 al 2008), a indicazione del fatto che gli Stati Uniti hanno un sistema finanziario maggiormente basato sul mercato rispetto a quello dell'area dell'euro basato sull'attività bancaria. La cartolarizzazione dei prestiti e l'emissione di prestiti sindacati hanno acquisito inoltre una considerevole importanza per le imprese non finanziarie statunitensi negli anni fino alle turbolenze finanziarie. In primo luogo, questo si evince dalla quota di prestiti provenienti da emittenti privati di attività cartolarizzate (l'11 per cento nel secondo trimestre del 2007, a fronte di una media del 6 per cento dal 2000 al 2008). In secondo luogo, gli "altri finanziamenti", che comprendono fra le altre voci i prestiti non bancari alle imprese non finanziarie, sono aumentati negli ultimi anni prima delle turbolenze finanziarie. La considerevole importanza degli "altri finanziamenti" nel finanziamento esterno delle imprese non finanziarie statunitensi può rispecchiare in parte il ruolo rilevante della cartolarizzazione, forse connessa agli standard contabili che, rispetto all'area dell'euro, consentono una più semplice rimozione (*derecognition*) dei prestiti dai bilanci delle banche quando i prestiti sono venduti a soggetti diversi dalle banche nel

processo di cartolarizzazione, nonché dell'erogazione di prestiti sindacati. Allo stesso tempo, queste differenze nel finanziamento esterno fra l'area dell'euro e gli Stati Uniti riflettono anche le diverse strutture dei mercati finanziari nelle due aree. Infine, per effetto delle acquisizioni di capitale di rischio nel contesto delle operazioni di riacquisto di azioni (*buyback*) e di fusione e acquisizione, l'emissione netta di azioni delle imprese non finanziarie statunitensi è stata negativa nel periodo in rassegna.

Al pari dell'area dell'euro, i prestiti bancari hanno assunto importanza nel finanziamento esterno delle imprese non finanziarie statunitensi durante le turbolenze finanziarie, in relazione al peggioramento delle condizioni per il finanziamento sul mercato, incluse le cartolarizzazioni. L'incidenza dei prestiti bancari sui finanziamenti esterni totali delle imprese non finanziarie è salita al 30 per cento in media dal terzo trimestre del 2007 al quarto del 2008, in aumento dal 18 per cento del secondo trimestre del 2007. È probabile che gli effetti di sostituzione siano più rilevanti negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro, per effetto della maggior importanza dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie statunitensi rispetto a quelli emessi da analoghe società dell'area dell'euro.

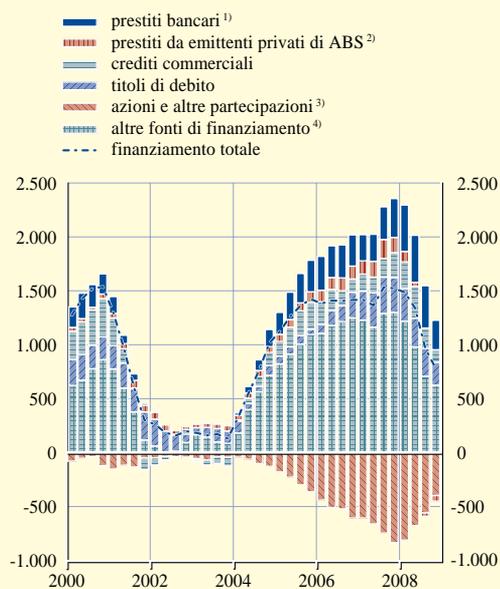
Inoltre, i prestiti provenienti da emittenti privati di attività cartolarizzate e gli "altri finanziamenti" (sulla base delle operazioni annue) sono notevolmente diminuiti nel periodo, riflettendo condizioni di mercato gravemente pregiudicate per l'attività di cartolarizzazione e di erogazione di prestiti sindacati. Come nell'area dell'euro, i crediti commerciali fra imprese non finanziarie si sono nettamente ridotti verso la fine del 2008, circostanza ascrivibile al calo dell'attività economica. Infine, l'emissione netta di azioni da parte delle imprese non finanziarie è rimasta negativa, ma in misura più contenuta, il che potrebbe ricondursi a condizioni meno favorevoli per i *buyback* di azioni e per le attività di fusione e acquisizione in un contesto di ridotta redditività delle imprese.

### Conclusioni

Nel complesso, le turbolenze finanziarie hanno avuto un impatto considerevole sia sull'entità sia sulla composizione del finanziamento esterno delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. In entrambe le aree, i prestiti bancari hanno assunto importanza in termini di incidenza sul finanziamento esterno totale, per effetto del peggioramento delle condizioni di finanziamento sul mercato, soprattutto per quanto concerne le cartolarizzazioni. Questo andamento potrebbe essere stato più pronunciato negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro, in ragione della maggiore importanza dei titoli di debito emessi e delle condizioni più facili di rimozione dei prestiti dai bilanci delle banche in questo paese.

**Figura C Scomposizione del finanziamento delle imprese non finanziarie negli Stati Uniti**

(somma mobile delle operazioni su quattro trimestri; miliardi di dollari statunitensi)



Fonte: Board of Governors del Federal Reserve System.

1) Banche commerciali, casse di risparmio e società cooperative di credito.

2) Prestiti erogati da emittenti privati di attività cartolarizzate (*Asset-Backed Securities*, ABS).

3) Emissioni nette meno acquisizioni nette di azioni e partecipazioni.

4) Non è disponibile una scomposizione ulteriore.

## 2.7 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

*Nel primo trimestre del 2009 le condizioni di finanziamento applicate alle famiglie sono state caratterizzate da una marcata diminuzione dei tassi sui prestiti bancari e da un inasprimento netto più moderato dei criteri per la concessione del credito. La dinamica di indebitamento delle famiglie è stata particolarmente debole in una prospettiva storica, dando luogo a una stabilizzazione del debito, e nel contempo si è ridotto l'onere per interessi delle famiglie. Questo ulteriore rallentamento dell'indebitamento delle famiglie è in linea con la perdurante marcata moderazione della dinamica del mercato degli immobili residenziali, la debolezza dell'attività economica e l'incertezza riguardante le prospettive di reddito.*

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

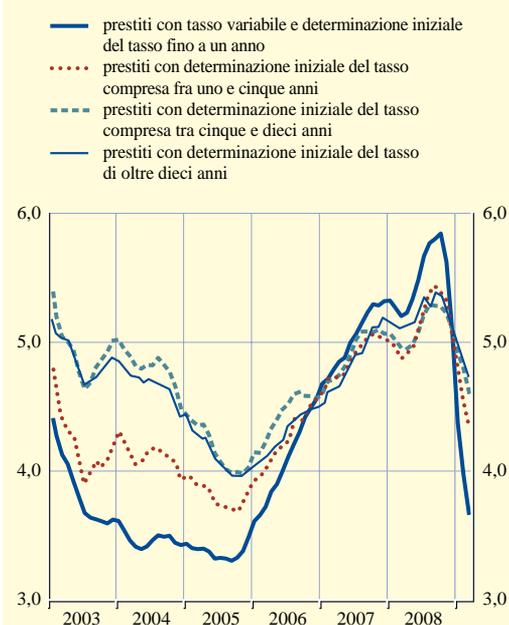
A seguito delle ulteriori riduzioni dei tassi di riferimento della BCE durante il primo trimestre, i tassi di interesse delle IFM sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno continuato a segnare un netto calo (cfr. figura 35), osservato per i tassi sui prestiti sia a lungo che a breve termine. La diminuzione è stata però più pronunciata per i prestiti a tasso variabile con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno. Infatti, in marzo il tasso su tali prestiti si è collocato a un valore inferiore di circa 220 punti base al picco osservato nell'ottobre 2008, toccando livelli registrati da ultimo nel primo trimestre del 2006. Il fatto che i tassi sui prestiti a breve termine siano diminuiti in misura più marcata ha cambiato la struttura per scadenza dei tassi di interesse sui mutui per l'acquisto di abitazioni, ripristinando un differenziale positivo fra i tassi sui prestiti con periodi di determinazione iniziali lunghi (superiori a dieci anni) e brevi (fino a un anno).

Nel primo trimestre si è registrato altresì un calo dei tassi applicati dalle IFM sul credito al consumo, ancorché di entità considerevolmente inferiore. Sebbene generalizzata, anche questa flessione è stata più rilevante per i tassi a breve termine (sui prestiti a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno), che di conseguenza hanno mostrato la tendenza nel trimestre a essere inferiori ai tassi a lungo termine (sui prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni). Nondimeno, i tassi con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso fra uno e cinque anni sono rimasti notevolmente inferiori a quelli su altre tipologie di credito al consumo.

I differenziali fra i tassi a breve termine sui nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni e i tassi di mercato analoghi sono ulteriormente aumentati nel primo trimestre. Al contrario, il differenziale corrispondente per i tassi a lungo termine si è parzialmente ridotto. Nel caso del credito al consumo, i differenziali hanno continuato ad aumentare nello stesso trimestre, in tutte le categorie di tassi. Nel complesso, il li-

**Figura 35 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni**

(valori percentuali in ragione d'anno escluse le spese; tassi sulle nuove operazioni)



Fonte: BCE.

vello elevato di questi differenziali indica che i tassi delle IFM sui prestiti alle famiglie sono ancora in fase di adeguamento al calo dei tassi di mercato a seguito della netta riduzione dei tassi di riferimento della BCE; il ritmo di tale correzione è sostanzialmente in linea con l'esperienza passata.

I risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario suggeriscono che la percentuale netta delle banche che rilevano un inasprimento dei criteri per la concessione del credito è lievemente diminuita nel primo trimestre dell'anno, sia per quanto riguarda i mutui per l'acquisto di abitazioni sia per quanto concerne il credito al consumo e altre tipologie di prestiti. Questo ulteriore inasprimento è stato attuato principalmente attraverso l'ampliamento dei margini, soprattutto per i prestiti più rischiosi nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni. L'inasprimento dei termini e delle condizioni diverse dal prezzo, come il rapporto fra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie, nonché i requisiti per le garanzie, è stato meno rilevante rispetto al trimestre precedente. Il peggioramento delle aspettative relative all'attività economica in generale ha continuato a essere un fattore importante all'origine dell'inasprimento dei criteri per la concessione del credito per tutti i prestiti alle famiglie. A questo si sono aggiunti, nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, i timori in merito alle prospettive per il mercato degli immobili residenziali, mentre nel caso del credito al consumo e delle altre tipologie di prestito le banche hanno indicato che gli altri fattori principali sono stati il peggioramento del merito di credito dei consumatori e il rischio relativo alle garanzie richieste. In entrambi i casi, è stato rilevato un netto calo del ruolo svolto dal costo di raccolta e dai vincoli di bilancio.

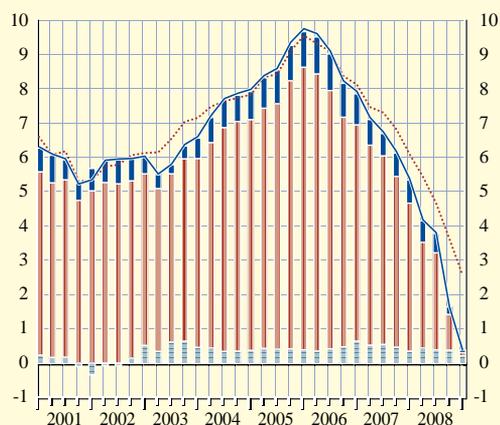
### FLUSSI FINANZIARI

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi alle famiglie è ulteriormente diminuito, collocandosi al 3,6 per cento nel quarto trimestre del 2008 (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati dei conti integrati dell'area dell'euro) dal 4,7 per cento del trimestre precedente. Il calo del tasso di incremento dei prestiti totali alle famiglie è stato inferiore a quello osservato per i prestiti delle IFM, in quanto il tasso di variazione dei prestiti erogati alle famiglie da istituzioni diverse dalle IFM è rimasto elevato, nonostante una lieve flessione al 14,4 per cento nel quarto trimestre del 2008 dal 15,7 del trimestre precedente. In larga misura, tuttavia, questo elevato tasso di incremento non riflette i nuovi prestiti concessi dalle istituzioni diverse dalle IFM, ma piuttosto l'impatto dell'attività di cartolarizzazione *pro soluto*, in cui i prestiti sono stralciati e quindi rimossi dai bilanci delle IFM per essere poi iscritti come prestiti erogati da AIF. Tale attività è stata particolarmente vivace nel quarto trimestre del 2008. I dati disponibili sui prestiti delle IFM indicano che la decelerazione dei prestiti totali alle famiglie è proseguita nel primo trimestre del 2009 (cfr. figura 36).

**Figura 36 Prestiti totali concessi alle famiglie**

(tassi di variazione percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali; dati di fine trimestre)

- prestiti delle IFM per il credito al consumo
- prestiti delle IFM per l'acquisto di abitazioni
- altri prestiti delle IFM
- prestiti totali delle IFM
- prestiti totali



Fonte: BCE.

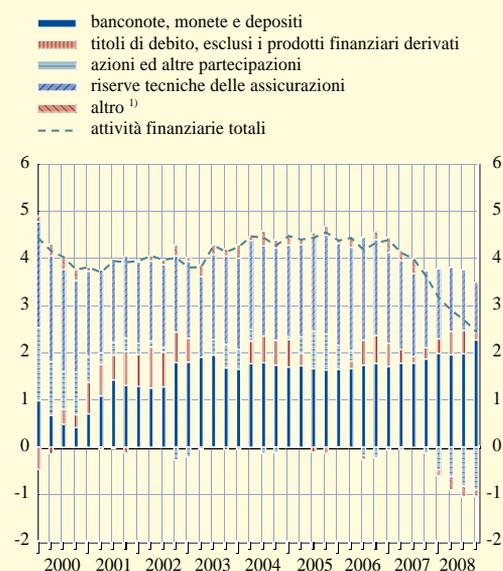
Note: i prestiti totali includono i prestiti concessi alle famiglie da tutti gli altri settori istituzionali, compreso il resto del mondo. Per il primo trimestre 2009, i prestiti concessi alle famiglie sono stati stimati sulla base dei dati sulle transazioni riportati nelle statistiche bancarie e monetarie. Per ulteriori informazioni sulle differenze tra i prestiti delle IFM e i prestiti totali con riferimento al calcolo dei tassi di crescita, cfr. le relative Note tecniche.

In aprile le consistenze in essere dei prestiti delle IFM alle famiglie erano sostanzialmente pari a un anno prima, poiché il tasso di crescita sul periodo corrispondente si è collocato solo allo 0,1 per cento, in diminuzione dallo 0,9 e dal 2,8 per cento rispettivamente del primo trimestre del 2009 e del quarto del 2008. In aprile la dinamica di breve termine misurata dal tasso di variazione sui tre mesi espressi in ragione d'anno è rimasta negativa. Tuttavia, se si considera l'effetto della cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM dovuta alla cartolarizzazione (che nell'area dell'euro interessa principalmente mutui per l'acquisto di abitazioni), si stima che i flussi mensili netti di prestiti alle famiglie sarebbero rimasti positivi, benché solo moderatamente. Sebbene la diminuzione osservata negli ultimi mesi in relazione al tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie sia in linea con la tendenza al ribasso registrata dagli inizi del 2006, i tassi attuali sono di gran lunga inferiori al precedente minimo toccato nel quarto trimestre del 2001. Questa debole dinamica dell'indebitamento è in linea con l'ulteriore marcata moderazione della dinamica del mercato degli immobili residenziali, la debolezza dell'attività economica e l'incertezza relativa alle prospettive di reddito. Essa va altresì contestualizzata, considerando che il livello di debito delle famiglie è generalmente superiore rispetto ai cicli precedenti, il che potrebbe implicare che quanto meno alcune parti del settore delle famiglie debbano ridurre la propria leva finanziaria. Allo stesso tempo, i risultati dell'indagine sul credito bancario dell'aprile scorso indicano che l'accesso delle famiglie al credito può aver continuato a risentire di considerazioni relative alla situazione del settore bancario, come i vincoli di bilancio.

La decelerazione dei prestiti delle IFM alle famiglie riflette gli andamenti sia dell'indebitamento per l'acquisto di abitazioni, che è la maggiore componente dei prestiti alle famiglie, sia del credito

**Figura 37 Investimenti finanziari delle famiglie**

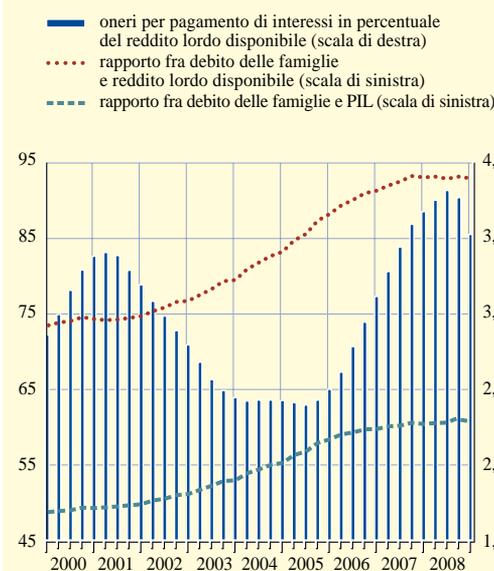
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: BCE ed Eurostat.  
1) Comprende prestiti, altri conti attivi e prodotti finanziari derivati.

**Figura 38 Debito delle famiglie e pagamenti per interessi**

(in percentuale)



Fonti: BCE ed Eurostat.  
Note: il debito delle famiglie comprende i prestiti totali alle famiglie da tutti i settori istituzionali, incluso il resto del mondo. I pagamenti per interessi non includono i costi complessivi di finanziamento pagati dalle famiglie, in quanto escludono le commissioni per i servizi finanziari. I dati relativi all'ultimo trimestre riportato sono in parte stimati.

al consumo. Il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei prestiti per l'acquisto di abitazioni è diventato negativo in aprile, collocandosi al -0,2 per cento dallo 0,7 e dal 2,9 per cento rispettivamente del primo trimestre del 2009 e del quarto del 2008; anche quello del credito al consumo ha assunto un valore negativo in aprile, collocandosi al -0,4 per cento dall'1,3 e 3,2 per cento rispettivamente nel primo trimestre del 2009 e nel quarto del 2008.

Quanto alle attività finanziarie nel bilancio del settore delle famiglie dell'area dell'euro, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali ha mantenuto l'andamento al ribasso osservato dal 2007, collocandosi al 2,4 per cento nel quarto trimestre del 2008 dal 2,7 del trimestre precedente (cfr. figura 37). La flessione è riconducibile principalmente a maggiori vendite nette di azioni e altre partecipazioni, nonché a una riduzione dell'accumulo netto dei titoli di debito e delle riserve tecniche di assicurazione. Al contrario, gli investimenti delle famiglie in circolante e depositi sono rimasti sostenuti, rispecchiandone la preferenza per attività liquide e sicure a causa dell'accresciuta incertezza e del peggioramento del clima di fiducia alla fine del 2008. Gli investimenti in queste tipologie di attività hanno rappresentato il 90 per cento del tasso di crescita degli investimenti finanziari delle famiglie.

#### **POSIZIONE FINANZIARIA**

Il perdurante calo dell'indebitamento delle famiglie ha comportato una stabilizzazione nei recenti trimestri del debito contratto dalle famiglie. Il rapporto tra debito e reddito disponibile delle famiglie ha oscillato attorno al 93 per cento a partire dal primo trimestre del 2008 e sarebbe rimasto sostanzialmente invariato nel primo trimestre del 2009 (cfr. figura 38). Analogamente, si stima che il rapporto tra debito e PIL delle famiglie sia rimasto sostanzialmente invariato al 61 per cento nel primo trimestre del 2009, dopo un lieve incremento nel 2008. Si sono osservate variazioni più pronunciate nell'onere per interessi delle famiglie, che sarebbe ulteriormente diminuito per collocarsi al 3,5 per cento del reddito disponibile nel primo trimestre del 2009 dal 3,8 del quarto trimestre del 2008. L'andamento riflette l'impatto del calo dei tassi di interesse, soprattutto nel caso dei prestiti a tasso variabile.

### 3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC sarebbe calata in maggio allo 0,0 per cento, dallo 0,6 in aprile. L'ulteriore calo dell'inflazione è stato pienamente anticipato e riflette principalmente effetti base derivanti dalle brusche variazioni dei prezzi delle materie prime a livello mondiale negli ultimi 12 mesi. Inoltre, vi sono numerosi segnali di una riduzione più generalizzata delle spinte inflazionistiche. Secondo gli indicatori disponibili, finora al forte calo dell'inflazione non ha corrisposto una flessione equiparabile del costo del lavoro. La crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali è rimasta elevata al 3,2 per cento nel primo trimestre del 2009, rispetto al 3,6 nell'ultimo trimestre del 2008.

A causa degli effetti base, l'inflazione dovrebbe diminuire ulteriormente e rimanere temporaneamente negativa nei prossimi mesi, prima di tornare in positivo alla fine del 2009. Su orizzonti più lunghi, i prezzi e i costi dovrebbero mantenere un andamento contenuto, a seguito del perdurante ristagno della domanda nell'area dell'euro e al di fuori dei suoi confini. Secondo le proiezioni formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione nel 2009 dovrebbe collocarsi tra lo 0,1 e lo 0,5 per cento e nel 2010 tra lo 0,6 e l'1,4 per cento. I rischi per queste proiezioni sono sostanzialmente bilanciati.

#### 3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Dalla fine dell'estate del 2008 l'area dell'euro è stata interessata da un processo di rapida disinflazione, sospinto principalmente da un brusco calo delle quotazioni dei beni energetici e alimentari nell'area. Dopo aver raggiunto il valore massimo del 4,0 per cento nel luglio 2008, l'inflazione complessiva ha registrato un costante calo. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in maggio l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa allo 0,0 per cento, il suo valore minimo dall'inizio della UEM, dallo 0,6 in aprile (cfr. Tavola 6). Sebbene non siano state ancora diffuse le stime ufficiali relative alla scomposizione dell'indice per maggio, le evidenze disponibili suggeriscono che lo scorso mese la componente dei beni energetici ha frenato l'inflazione tendenziale, sulla scia di un consistente effetto base al ribasso e nonostante i recenti rincari del greggio. La crescita sui dodici mesi dell'inflazione complessiva dovrebbe assumere segno negativo e rimanere al di sotto dello zero per alcuni mesi prima di tornare ad aumentare, principalmente a causa di effetti base connessi alla componente energetica dell'indice.

**Tavola 6 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2007	2008	2008 dic.	2009 gen.	2009 feb.	2009 mar.	2009 apr.	2009 mag.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,1	3,3	1,6	1,1	1,2	0,6	0,6	0,0
Beni energetici	2,6	10,3	-3,7	-5,3	-4,9	-8,1	-8,8	.
Alimentari non trasformati	3,0	3,5	2,8	2,6	3,3	2,4	1,6	.
Alimentari trasformati	2,8	6,1	3,5	2,7	2,0	1,6	1,2	.
Beni industriali non energetici	1,0	0,8	0,8	0,5	0,7	0,8	0,8	.
Servizi	2,5	2,6	2,6	2,4	2,4	1,9	2,5	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,7	5,9	1,2	-0,6	-1,6	-2,9	-4,6	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,8	65,9	32,1	34,3	34,6	36,5	39,0	42,8
Prezzi delle materie prime non energetiche	9,2	4,4	-17,1	-20,7	-24,5	-24,9	-19,5	-18,7

Fonti: Eurostat, HWWI ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream.

1) Il dato sullo IAPC di maggio 2009 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

A differenza dell'andamento dell'inflazione complessiva, l'incremento sui dodici mesi dell'indice al netto dei beni energetici e alimentari è rimasto sostanzialmente stabile dall'inizio del 2007, nonostante i sensibili mutamenti del contesto macroeconomico. Nell'aprile di quest'anno, il mese cui fanno riferimento i dati più recenti disponibili, la crescita si è collocata su un livello prossimo ai valori medi registrati negli ultimi due anni. Nel complesso, le misure dell'inflazione di fondo che escludono o (1) l'energia o (2) gli alimentari freschi e l'energia o (3) tutti gli alimentari e l'energia sono calate in misura nettamente inferiore negli ultimi mesi, toccando livelli non particolarmente bassi da un punto di vista storico. Il riquadro 4 esamina più in dettaglio gli andamenti delle misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro.

#### Riquadro 4

### ANDAMENTI RECENTI DI ALCUNE MISURE DELL'INFLAZIONE DI FONDO NELL'AREA DELL'EURO

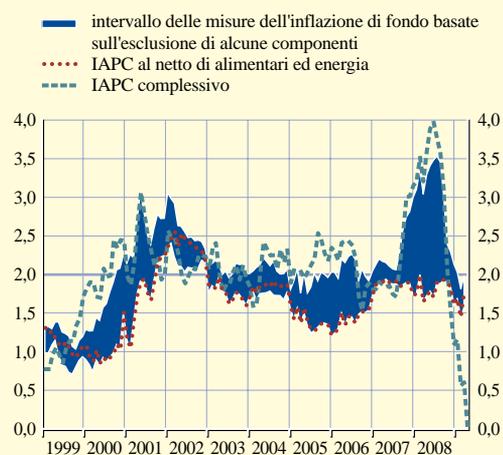
Dal luglio 2008 nell'area dell'euro si è registrata una netta flessione della crescita sui dodici mesi dello IAPC complessivo. Questa è stata determinata principalmente dal marcato calo delle quotazioni del greggio e di altre materie prime. Le misure dell'inflazione di fondo sono utili per guardare al di là degli effetti di queste forti variazioni dei prezzi delle materie prime e concentrare l'attenzione sul loro andamento tendenziale nel medio periodo, nonché sulla natura e sull'origine dei fattori che ne determinano la dinamica complessiva. Questo riquadro passa in rassegna i recenti andamenti di alcune misure dell'inflazione di fondo utilizzate più spesso.

Nella letteratura economica sono state proposte misure dell'inflazione di fondo di vario tipo<sup>1)</sup>. Una classe di indicatori utilizzata frequentemente comprende le misure che escludono alcune voci dello IAPC. Questi indicatori possono essere classificati in due tipologie: le misure basate su esclusioni permanenti (che escludono sempre le medesime voci, come lo IAPC al netto dei prodotti alimentari ed energetici) e quelle basate su esclusioni statistiche (che escludono i valori estremi in ciascun periodo, come le misure di media troncata)<sup>2)</sup>.

- 1) Il concetto di inflazione di fondo, sebbene intuitivamente attraente quale modo per individuare e mostrare l'andamento dei prezzi a più lungo termine, nonché la natura e l'origine dei fattori che ne determinano la dinamica complessiva, si è dimostrato difficile da applicare nella pratica. Per un'analisi dettagliata, cfr. l'articolo *Le misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2001 di questo Bollettino.
- 2) Le misure basate su esclusioni vengono calcolate escludendo i prezzi di determinate voci dall'indice, perché ritenute particolarmente volatili. Le misure basate su esclusioni permanenti implicano l'esclusione di specifiche componenti dell'indice, mentre quelle basate su esclusioni statistiche escludono le variazioni massima e minima dei prezzi. Pertanto, il gruppo di prezzi di beni e servizi escluso dalle misure statistiche può variare nel tempo.

Figura A Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: l'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo basate sull'esclusione di alcune componenti comprende lo IAPC al netto dell'energia, lo IAPC al netto di alimentari non trasformati ed energia, lo IAPC al netto di alimentari ed energia, la media troncata del 10 per cento, la media troncata del 30 per cento e la mediana ponderata.

## Misure dell'inflazione di fondo dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

	2007	2008	2009 gen.	2009 feb.	2009 mar.	2009 apr.	2009 mag.
<b>Inflazione misurata sullo IAPC<sup>1)</sup></b>	2,1	3,3	1,1	1,2	0,6	0,6	0,0
<b>Misure dell'inflazione di fondo</b>							
<b>Misure basate sull'esclusione permanente</b>							
IAPC al netto dell'energia	1,5	2,5	1,8	1,8	1,6	1,7	.
IAPC al netto degli alimentari non trasformati e dell'energia	2,0	2,4	1,8	1,7	1,5	1,7	.
IAPC al netto degli alimentari e dell'energia	1,9	1,8	1,6	1,7	1,4	1,8	.
<b>Misure basate sull'esclusione statistica</b>							
Media troncata (10%)	2,2	3,1	1,8	1,9	1,6	1,6	.
Media troncata (32%)	2,2	2,7	2,1	2,0	1,8	1,9	.
Mediana ponderata	2,2	2,5	2,1	2,0	1,8	2,0	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le misure basate sull'esclusione statistica eliminano una quota determinata delle variazioni percentuali dei prezzi che rappresentano quelle minime e massime del mese (in termini numerici); ad esempio, la media troncata del 10% esclude una quota pari al 5% delle variazioni minime e una quota del 5% delle variazioni massime dalla distribuzione ponderata delle voci dello IAPC.

1) Il dato dell'inflazione misurata sullo IAPC di maggio 2009 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Di recente l'inflazione complessiva e le misure dell'inflazione di fondo basate su esclusioni di alcune voci hanno mostrato andamenti sensibilmente divergenti (cfr. figura A e la tavola). L'inflazione complessiva, dopo aver toccato il valore massimo del 4,0 per cento nel luglio 2008, è calata in modo marcato, collocandosi allo 0,6 per cento in marzo e aprile 2009, e in maggio avrebbe raggiunto lo 0,0 per cento secondo Eurostat. In generale, le misure dell'inflazione di fondo prese in considerazione sono diminuite anche rispetto ai valori massimi toccati nell'estate del 2008, sebbene in maniera meno pronunciata, collocandosi su livelli che non sono particolarmente bassi da un punto di vista storico. Nell'aprile di quest'anno tali misure erano comprese all'interno di un ristretto intervallo, tra l'1,6 e il 2,0 per cento, quindi sensibilmente al di sopra del tasso di inflazione complessiva. Questo ampio differenziale negativo tra l'inflazione complessiva e le misure dell'inflazione di fondo, mai osservato in passato, è attribuibile agli andamenti alquanto eccezionali di determinate componenti e voci dello IAPC, come i beni alimentari ed energetici.

Il ruolo speciale dei beni energetici e alimentari appare evidente analizzando l'andamento della crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (sia freschi che trasformati). In generale, questa misura dell'inflazione di fondo ha segnato il limite inferiore nell'intervallo di tali misure. Nel 2007 e nel 2008 essa è rimasta piuttosto stabile e quindi non ha seguito l'andamento tendenziale di altre misure dell'inflazione di fondo. Ciò pone in evidenza che nell'andamento dell'inflazione complessiva un ruolo significativo viene svolto dalle variazioni dei prezzi degli alimentari trasformati, nonché da quelle dei prezzi dei prodotti energetici. I livelli sostanzialmente simili di inflazione al netto 1) dei beni energetici o 2) degli alimentari freschi e dei beni energetici o 3) di tutti gli alimentari e dei beni energetici osservati negli ultimi mesi indicano che l'andamento dei prezzi degli alimentari non è al momento una delle principali determinanti della dinamica di breve periodo dell'inflazione, ma che le quotazioni dei beni energetici continuano a svolgere un ruolo importante, in parte anche a causa di effetti base.

Le misure basate su esclusioni statistiche eliminano simmetricamente i valori estremi dalla distribuzione *cross-section* delle voci dell'indice. Pertanto, la diminuzione di queste misure osservata dalla metà del 2008, in linea con quella delle misure basate su esclusioni permanenti, suggerisce che la distribuzione *cross-section* dello IAPC si è spostata a sinistra, ossia verso tassi

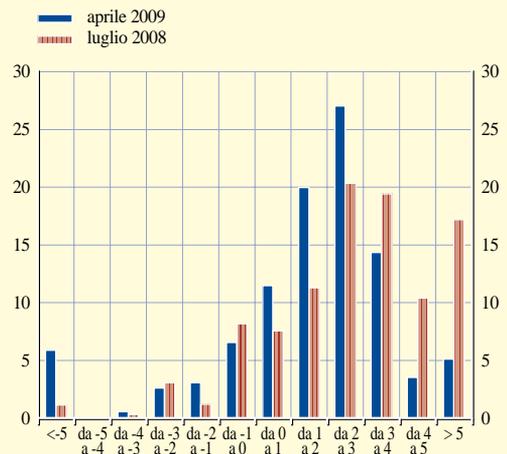
di inflazione più bassi. Questo processo di disinflazione appare evidente comparando la distribuzione ponderata della crescita sui dodici mesi delle 93 voci dello IACP nel luglio 2008 con quella relativa all'aprile di quest'anno (cfr figura B). Nel luglio 2008, quando l'inflazione complessiva ha risentito maggiormente dello shock sui prezzi delle materie prime, la distribuzione mostrava in prevalenza (quasi il 70 per cento) tassi di crescita al di sopra del 2 per cento, e per il 17 per cento tassi superiori al 5 per cento. Per contro, quasi il 14 per cento delle voci ponderate ha segnato tassi inferiori allo 0%. Per la media troncata al 30 per cento, che esclude dalla distribuzione ponderata le variazioni di prezzo più elevate (15 per cento) e quelle più contenute (15 per cento), ciò comporta l'esclusione dal calcolo delle voci con tassi di variazione superiori al 5 per cento e tutte le voci con tassi negativi. Nell'aprile di quest'anno solo metà delle voci dell'indice (ponderate in base alle rispettive quote di spesa) ha mostrato tassi di incremento al di sopra

del 2 per cento, e solo il 5 per cento ha segnato tassi superiori al 5 per cento, mentre circa il 18,5 per cento ha registrato tassi inferiori allo 0 per cento. Di conseguenza, la media troncata al 30 per cento in aprile non ha escluso né tutte le voci con tassi negativi all'estremità inferiore della distribuzione né tutte le voci con tassi al di sopra del 3 per cento all'estremità superiore della distribuzione. Anche se la percentuale di voci con tassi di variazione negativi è attualmente superiore alla media storica, pari a circa il 13 per cento, osservata nel periodo fra il 1999 e il 2008, non ci sono indicazioni di un calo generalizzato dei prezzi.

Lo spostamento della distribuzione verso livelli inferiori di inflazione rispecchia principalmente l'inversione degli effetti diretti degli scorsi rincari delle materie prime, nonché il graduale esaurirsi dei relativi effetti indiretti. In altre parole, lo spostamento della distribuzione è attribuibile in larga misura al venir meno degli effetti delle variazioni dei prezzi di alcuni beni specifici. Un esame più attento della distribuzione *cross-section* nell'aprile di quest'anno (cfr. figura C) rivela che le voci con tassi di variazione nettamente negativi sono state soprattutto quelle direttamente legate agli andamenti dei corsi petroliferi (carburanti liquidi, inclusi gasolio per riscaldamento domestico e carburanti per trasporto). Anche alcune componenti alimentari (oli e grassi, latte, uova e formaggio) hanno segnato tassi di variazione inferiori allo 0 per cento, in seguito alla correzione dei precedenti rincari delle materie prime agricole e degli effetti base connessi. Inoltre alcune voci come i personal computer (PC), gli apparecchi stereo e fotografici (indicati complessivamente come apparecchiature "elettriche") e i supporti registrabili si sono collocati all'estremità inferiore della distribuzione. Queste voci risentono della forte concorrenza, della notevole evoluzione tecnologica e dei miglioramenti qualitativi apportati, che si riflettono nella persistente flessione dei prezzi relativi. In aprile l'estremità superiore della distribuzione comprendeva le voci che risentivano ancora degli scorsi rincari delle materie prime, come l'energia per riscaldamento e l'elettricità, e dei gioielli. Tuttavia, l'analisi statica incentrata sui dati di apr-

**Figura B Distribuzione di frequenza delle componenti dello IACP**

(valori percentuali)

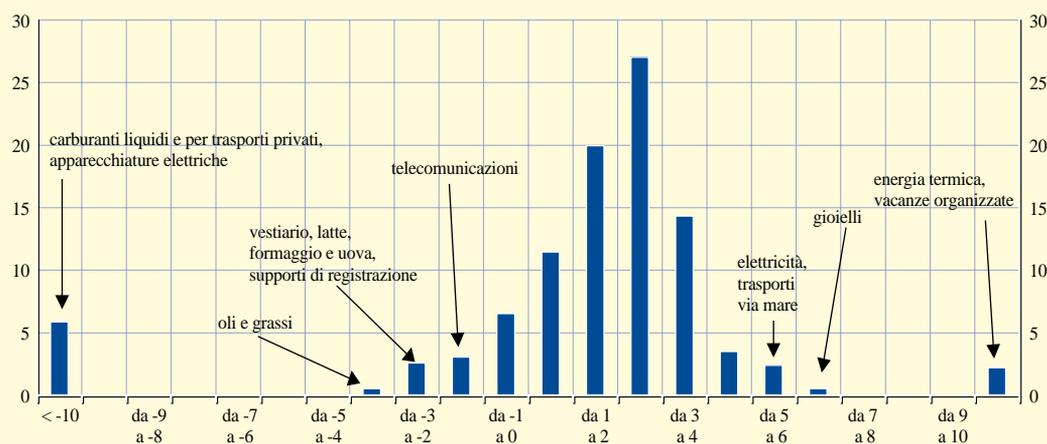


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la figura mostra la distribuzione di frequenza, ponderata in base alle rispettive quote di spesa, delle variazioni sui dodici mesi dei prezzi di 93 componenti dello IACP per aprile 2009 e luglio 2008. Ogni istogramma rappresenta la percentuale di componenti dello IACP la cui variazione percentuale sui dodici mesi rientra nell'intervallo relativo riportato sull'asse.

**Figura C Distribuzione *cross-section* delle variazioni percentuali sui dodici mesi delle componenti dello IAPC in aprile 2009**

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la figura mostra la distribuzione della variazione sui dodici mesi dei prezzi di 93 componenti dello IAPC, ponderate in base alla quota di spesa, ad aprile 2009. Ogni istogramma rappresenta la percentuale di componenti dello IAPC la cui variazione percentuale sui dodici mesi rientra nell'intervallo riportato sull'asse.

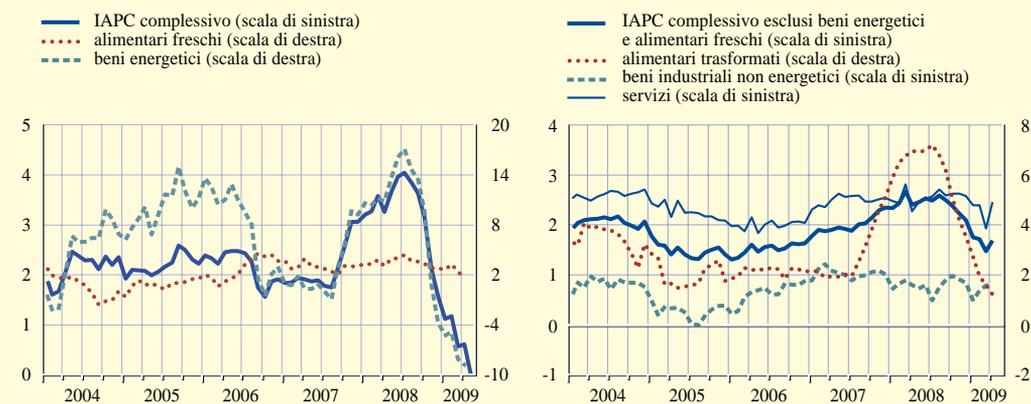
le cela il fatto che la crescita sui dodici mesi di queste voci è calata gradualmente negli ultimi mesi per effetto dell'attenuarsi delle spinte inflative lungo la filiera produttiva. Per contro, la posizione estrema delle vacanze organizzate è ascrivibile semplicemente a un effetto di calendario correlato alla cadenza ritardata delle festività pasquali nel 2009 (e al relativo picco delle attività connesse alle vacanze) rispetto al 2008. Ciò ha spinto verso l'alto il raffronto sui dodici mesi dei prezzi delle vacanze organizzate nell'aprile di quest'anno. È degno di nota il fatto che in aprile gran parte della distribuzione (oltre il 70 per cento) ha registrato valori compresi tra lo 0 e il 4 per cento.

In sintesi, negli ultimi mesi le più diffuse misure dell'inflazione di fondo si sono mantenute su livelli da cui si evince che l'inflazione tendenziale sul medio periodo è sostanzialmente in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Nello stesso periodo il livello molto contenuto dell'inflazione complessiva è stato determinato in larga misura dal venir meno degli effetti delle variazioni dei prezzi relativi di alcuni beni specifici. Tuttavia, le misure dell'inflazione di fondo non possono fornire un quadro esauriente delle spinte inflative sul medio termine e devono essere integrate con altri dati disponibili. Inoltre, non è detto che tali misure consentano di anticipare gli andamenti dell'inflazione. Nondimeno, il fatto che esse attualmente si collochino su livelli nettamente superiori all'inflazione complessiva fornisce alcune indicazioni sull'emergere di un calo generalizzato dei prezzi. Tale andamento è confermato anche dalla distribuzione della crescita sui dodici mesi delle 93 voci dell'indice in aprile, ponderate in base alle rispettive quote di spesa, da cui risulta che il calo dei prezzi si è concentrato in alcuni gruppi specifici, segnatamente i prodotti connessi al petrolio e alcuni tipi di beni informatici.

A livello settoriale, le variazioni dei prezzi mondiali delle materie prime hanno determinato la volatilità delle componenti energetiche e alimentari dell'inflazione. Il tasso di variazione sui dodici mesi della componente energetica dell'indice è sceso da oltre il 17 per cento nel luglio 2008 a -8,8 nell'aprile di quest'anno (cfr. figura 39). Questa contrazione è stata determinata da una brusca flessione dei corsi del

**Figura 39 Dinamica delle principali componenti dello IAPC**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

greggio dall'estate scorsa, nonché da effetti base al ribasso connessi al forte aumento delle quotazioni del greggio fino a metà del 2008, che hanno influenzato l'andamento della componente energetica. Il calo dell'inflazione dei beni energetici è stato determinato principalmente dalla consistente flessione dei prezzi di alcune voci dello IAPC, come benzina, gasolio e carburanti per riscaldamento, che sono strettamente legate alle quotazioni mondiali del greggio, sebbene le variazioni dei prezzi di queste voci abbiano risentito anche della volatilità dei margini di raffinazione dei carburanti liquidi (benzina, gasolio per autotrazione e gasolio per riscaldamento). Dall'inizio del 2009 i margini di raffinazione del gasolio sono diminuiti sensibilmente, mentre più di recente quelli della benzina sono lievemente aumentati. Nello stesso periodo anche il rallentamento dei prezzi dei beni energetici diversi dal petrolio, come l'elettricità e il gas, che normalmente rispondono in ritardo alle variazioni dei corsi petroliferi, ha contribuito al calo dell'inflazione dei prodotti energetici nell'area dell'euro.

La crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari trasformati ha seguito un andamento simile a quello della componente energetica. Dopo aver raggiunto il valore massimo nell'estate del 2008, quando anche la dinamica dei prezzi mondiali delle materie prime alimentari aveva toccato il picco, la crescita è diminuita costantemente, collocandosi all'1,2 per cento in aprile. Anche il tasso di incremento dei prezzi degli alimentari freschi è diminuito rispetto ai valori elevati registrati a metà dello scorso anno, collocandosi all'1,6 per cento in aprile. Nel complesso, il progressivo rallentamento dei prezzi degli alimentari osservato finora è essenzialmente attribuibile al fatto che i minori prezzi delle materie prime alimentari sono stati trasmessi ai consumatori, nonché a effetti base al ribasso. Analizzando più in dettaglio le quotazioni degli alimentari, si nota che la flessione è stata determinata dagli andamenti delle componenti più sensibili alle variazioni dei prezzi delle materie prime, come la carne tra gli alimentari freschi, e i cereali, i prodotti caseari, gli oli e i grassi tra gli alimentari trasformati.

In aprile la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici si è collocata allo 0,8 per cento, invariata rispetto al mese precedente e in linea con il suo valore medio nel 2008. Sarebbe quindi che la recessione economica nell'area dell'euro non abbia ancora esercitato un effetto al ribasso particolarmente forte sui prezzi dei beni industriali non energetici. In particolare, la dinamica dei prezzi dei beni semidurevoli, che rappresentano gran parte dei beni industriali non energetici e rispecchiano in larga misura l'andamento dei prezzi di abbigliamento e calzature, è

rimasta sostanzialmente stabile dalla metà del 2008, una volta tenuto conto della volatilità indotta dai saldi stagionali. In aprile 2009 i prezzi dell'abbigliamento sono aumentati sostanzialmente allo stesso tasso osservato nel settembre 2008. La dinamica dei prezzi dei beni durevoli è diminuita leggermente, da circa -0,5 per cento a metà del 2008 a -0,7 in aprile 2009, in seguito sia all'esaurirsi degli effetti indiretti connessi ai passati rincari delle materie prime, che hanno esercitato un forte impatto al rialzo sui prezzi dei mobili e dei gioielli fino al terzo trimestre del 2008, sia alla debole domanda di consumi, che ha indotto le aziende a offrire ribassi per stimolare le vendite. Ciò avrebbe influenzato in maniera particolare i prezzi delle autovetture, la cui dinamica è in calo dal settembre 2008 e nell'aprile di quest'anno è risultata lievemente negativa. Va notato, tuttavia, che la misura dei prezzi non tiene conto per intero dei ribassi e delle offerte speciali, che potrebbero avere particolare rilevanza per questa voce dell'indice.

Nonostante il forte rallentamento dell'economia nell'area dell'euro, l'inflazione dei servizi, pur mostrando una lieve volatilità, è rimasta finora prossima ai valori medi registrati negli ultimi due anni e al di sopra di quella media nel periodo fra il 2005 e il 2006, prima degli shock sui prezzi del petrolio e degli alimentari. Dall'inizio dell'anno la dinamica dei prezzi dei servizi nell'area dell'euro è diminuita lievemente al 2,3 per cento. La volatilità osservata fra febbraio e aprile sarebbe riconducibile all'andamento delle componenti dei servizi personali e ricreativi, che hanno rispecchiato la vigorosa dinamica dei prezzi di alcune voci, come le vacanze organizzate e i servizi alberghieri, e in misura minore l'andamento dei servizi di trasporto. Questa volatilità è il risultato di un effetto di calendario, imputabile alla cadenza ritardata delle festività pasquali, da marzo ad aprile, che ha influenzato il raffronto sul periodo corrispondente dei prezzi dei servizi connessi alle vacanze. Guardando oltre la volatilità mensile dell'inflazione nei servizi, i contributi di quelli personali, ricreativi e di trasporto alla dinamica complessiva dei prezzi in questo settore, che erano stati cospicui fino al terzo trimestre del 2008, sono andati diminuendo da allora. Molto probabilmente ciò è dovuto all'attenuazione delle pressioni sui costi degli input provenienti dai prezzi dei beni energetici e alimentari e alla minore domanda di tali servizi. I prezzi dei servizi di comunicazione hanno continuato a segnare tassi di variazione negativi a causa della deregolamentazione, della maggiore concorrenza e della minore domanda nel settore. Tuttavia, la dinamica dei prezzi di tale componente sarebbe diminuita a un ritmo meno sostenuto all'inizio del 2009 rispetto al 2008. Per contro, la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alloggi è rimasta stabile dall'inizio dell'anno, nonostante un ulteriore lieve rallentamento dei prezzi connessi alle abitazioni, come quelli dei servizi domestici e familiari, nonché di manutenzione e riparazione. Questa tendenza alla stabilità è perdurata nonostante i tassi di crescita delle componenti dello IACP relative ai prezzi delle abitazioni abbiano seguito un andamento flettente fra la metà del 2007 e la fine del 2008, e nonostante le indicazioni di un calo dei prezzi degli immobili residenziali nei primissimi mesi del 2009 (cfr. sezione 3.5). L'inflazione nei settori della sanità, dell'istruzione e dei servizi finanziari, che risente soprattutto degli effetti delle variazioni dei prezzi amministrati, è rimasta stabile, oscillando intorno al 2,1 per cento, il livello che aveva raggiunto nel secondo trimestre del 2008.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Negli ultimi mesi le spinte inflazionistiche lungo la filiera produttiva si sono attenuate. Il calo dell'indice dei prezzi alla produzione, iniziato nell'agosto 2008, dopo che la dinamica dell'inflazione alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) aveva raggiunto livelli molto elevati, ha assunto un ritmo sostenuto nei primi mesi del 2009 per effetto della minore domanda di prodotti industriali e dell'andamento moderato delle quotazioni del greggio e delle materie prime industriali. Dall'inizio dell'anno la dinamica dei prezzi alla produzione nell'industria è diventata negativa,

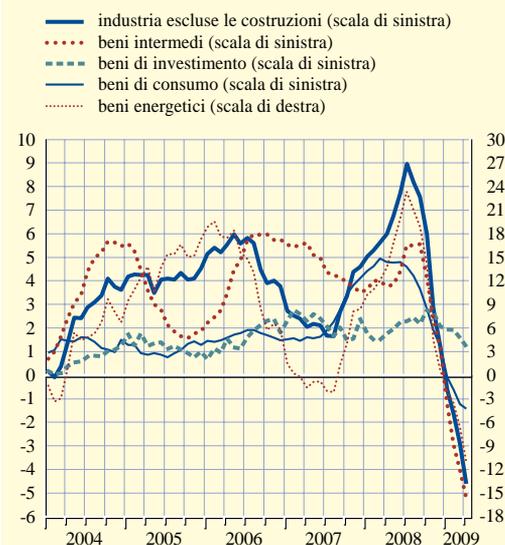
collocandosi a -4,6 per cento in aprile (cfr. figura 40), e al netto dei beni energetici (e delle costruzioni) è scesa a -2,4.

Il forte rallentamento dei prezzi alla produzione nell'industria, che inizialmente era stato sostenuto soprattutto dall'andamento dei prezzi dei beni energetici e intermedi, è divenuto più generalizzato negli ultimi mesi e anche le componenti agli stadi successivi della filiera produttiva hanno registrato tassi di variazione negativi. La crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni di consumo è divenuta negativa in gennaio e in aprile si è collocata a -1,4 per cento, sospinta principalmente dal calo della componente dei beni non durevoli, che a sua volta ha rispecchiato la flessione dei prezzi degli alimentari connessa all'inversione dello shock su questi ultimi. Il tasso di variazione dei beni di investimento ha continuato a scendere, raggiungendo l'1,2 per cento in aprile. Questo andamento flettente è stato determinato dai minori costi degli input e dalla contrazione della domanda.

I dati recenti desunti dalle indagini sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese indicano, tuttavia, che le spinte inflative si stanno attenuando più lentamente (cfr. figura 41). Per quanto riguarda l'indice dei responsabili degli acquisti, tutti gli indici, tranne quello dei prezzi degli input per il settore dei servizi, sono aumentati dopo diversi mesi di marcate flessioni che li avevano sospinti ai minimi storici. Questa stabilizzazione su livelli contenuti è in linea con i dati ricavati dalle indagini sull'economia reale. Nel settore manifatturiero sia l'indice dei prezzi degli input sia quello dei prezzi dell'output sono aumentati in maggio, per il secondo mese consecutivo, pur rimanendo al di sotto della soglia di 50. Nel settore dei servizi l'indice dei prezzi degli input è rimasto praticamente invariato in maggio, mentre quello dei prezzi applicati alla clientela è aumentato rispetto al mese precedente, pur rimanendo su livelli molto contenuti. Nel complesso, questi recenti andamenti indicano che le aziende sono ancora saldamente orientate alla competitività dei prezzi ai

**Figura 40** Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

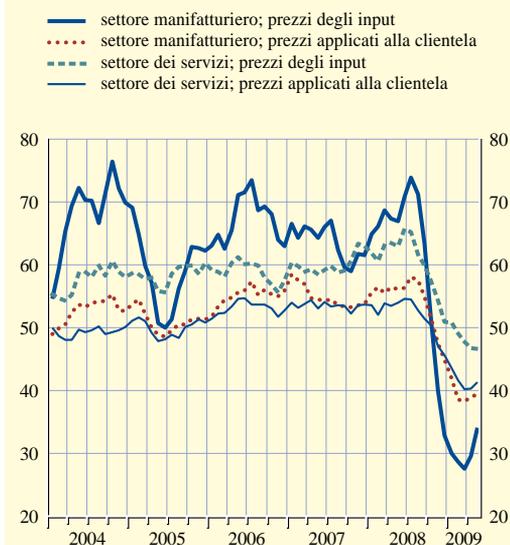
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

**Figura 41** Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: Markit.  
Nota: un valore dell'indice superiore a 50 indica un incremento dei prezzi, mentre un valore inferiore a tale soglia ne indica un decremento.

vari stadi della filiera produttiva e quindi i prezzi degli input e dell'output sono diminuiti ancora rispetto al mese precedente. Tuttavia, per quanto concerne i prezzi dell'output, i recenti andamenti indicano che il ritmo con cui le aziende hanno ridotto i prezzi nel tentativo di stimolare le vendite non è aumentato ulteriormente.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

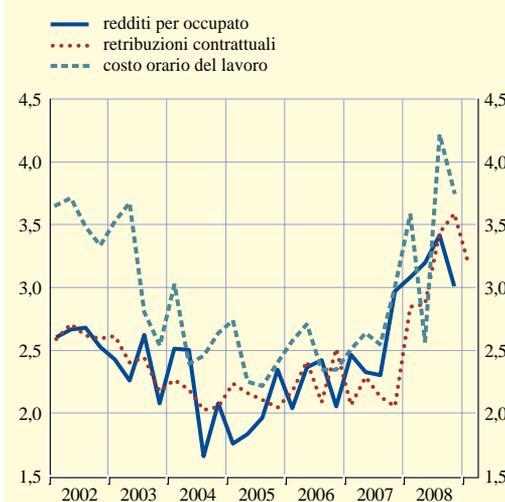
Gli indicatori disponibili segnalano che finora al forte calo dell'inflazione al consumo e al processo di disinflazione in atto a livello della produzione non ha corrisposto una flessione analoga del costo del lavoro (cfr. figura 42 e tavola 7). La dinamica delle retribuzioni contrattuali, l'unico indicatore del costo del lavoro finora disponibile per gli andamenti nell'area dell'euro nel 2009, è scesa al 3,2 per cento nel primo trimestre, dal 3,6 nell'ultimo trimestre del 2008, quando la crescita delle retribuzioni salariali è stata stimolata dai pagamenti una tantum in un grande paese dell'area. Pertanto, la crescita salariale è rimasta elevata sulla scia dei bruschi aumenti registrati nel 2008, che erano stati determinati dalle tensioni prevalenti sul mercato del lavoro e dall'indicizzazione a tassi di inflazione temporaneamente alti in alcuni paesi. La tenuta di questo indicatore a tale livello fra l'ultimo trimestre del 2008 e il primo del 2009 sarebbe attribuibile alla durata dei contratti collettivi (circa due anni) nell'area dell'euro. In effetti, numerosi contratti di lavoro sono stati conclusi prima che cominciasse a diminuire l'inflazione misurata sullo IAPC e a contrarsi l'attività economica nell'area.

Altri indicatori della crescita salariale sono diminuiti nel quarto trimestre del 2008, pur rimanendo su livelli molto elevati. La dinamica tendenziale del costo orario del lavoro nell'area dell'euro è scesa lievemente al 3,8 per cento. La riduzione delle ore lavorate nel settore manifatturiero in seguito al calo dell'attività economica ha fatto innalzare il costo orario del lavoro. Se si tiene conto di tale riduzione, la dinamica del costo orario del lavoro sarebbe inferiore nel quarto trimestre del 2008. La scomposizione per settore indica che l'incremento del costo orario del lavoro è stato particolarmente marcato nell'industria e nelle costruzioni, probabilmente a causa del calo più pronunciato delle ore lavorate (cfr. figura 43).

La dinamica dei redditi per occupato è scesa dal 3,4 per cento nel terzo trimestre al 3,0 nel quarto. Tale rallentamento, insieme all'accelerazione delle retribuzioni contrattuali, indicherebbe che le imprese si stanno adoperando attivamente per ridurre il costo del lavoro. Allo stesso tempo, la produttività per occupato è diminuita a -1,7 per cento nell'ultimo trimestre, da -0,1 nel precedente (cfr. sezione 4.2). Di conseguenza, la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto ha segnato un forte incremento tra il terzo e il quarto trimestre, dal 3,5 al 4,8 per cento, toccando il livello più elevato da oltre un decennio. È probabile che in futuro le spinte inflative diminiscano ulteriormente in ragione delle sfavore-

Figura 42 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

## Tavola 7 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2007	2008	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,1	3,2	2,8	2,9	3,4	3,6	3,2
Costo orario complessivo del lavoro	2,7	3,5	3,5	2,6	4,2	3,8	.
Redditi per occupato	2,5	3,2	3,1	3,2	3,4	3,0	.
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,9	-0,1	0,6	0,4	-0,1	-1,7	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,6	3,3	2,4	2,8	3,5	4,8	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

voli prospettive di crescita nell'area dell'euro. In generale, l'evoluzione del mercato del lavoro segue con un certo ritardo l'andamento dell'economia e la rapida contrazione dell'attività nell'area probabilmente determinerà un rilevante adeguamento delle pressioni salariali al calo del prodotto nell'attuale fase di rallentamento. I riscontri aneddotici provenienti da varie fonti indicano che le imprese stanno cercando di ridurre il costo del lavoro più sistematicamente di quanto abbiano fatto alla fine del 2008, ricorrendo a diverse misure disponibili, come la riduzione delle ore di lavoro, delle gratifiche e delle indennità (cfr. riquadro 6). È probabile che l'insieme di misure adottate dalle aziende determini nei prossimi trimestri una "inerzia salariale" fortemente negativa. Per inerzia salariale si intende quella parte della crescita dei redditi per occupato che non è riconducibile all'andamento delle retribuzioni contrattuali, dei salari e/o dei contributi previdenziali<sup>1)</sup>. Di conseguenza, la dinamica dei redditi per occupato dovrebbe essere più moderata di quella delle retribuzioni contrattuali. Anche se la crescita

## Figura 43 Andamenti del costo del lavoro per settore

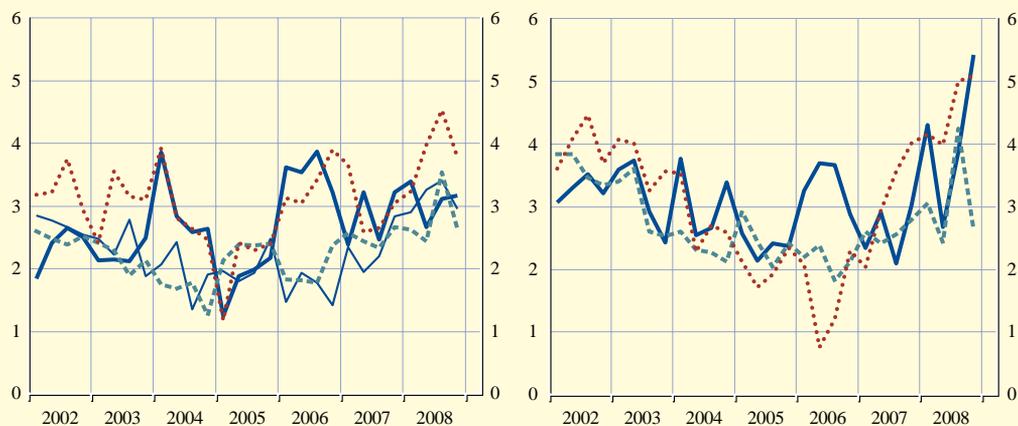
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

### Redditi per occupato

— industria escluse le costruzioni  
 ..... costruzioni  
 - - - servizi di mercato  
 — servizi

### Indice del costo orario del lavoro

— industria escluse le costruzioni  
 ..... costruzioni  
 - - - servizi di mercato



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

1) Cfr. il riquadro intitolato *Andamenti recenti dell'inerzia salariale nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2006 di questo Bollettino.

dei redditi per addetto diminuirà per effetto di tali misure, l'impatto sulla dinamica dei redditi per ora lavorata potrebbe essere nullo o di segno positivo. In ultima analisi, ciò potrebbe dipendere dalla riduzione dei redditi operata dai datori di lavoro, nella misura in cui essa rispecchi in pieno o in parte il numero di ore lavorate.

Anche se i redditi per occupato potrebbero aver seguito un andamento più moderato, il costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe aver accelerato ulteriormente nel primo trimestre del 2009, a causa di un calo di produttività più pronunciato di quello registrato nell'ultimo trimestre del 2008.

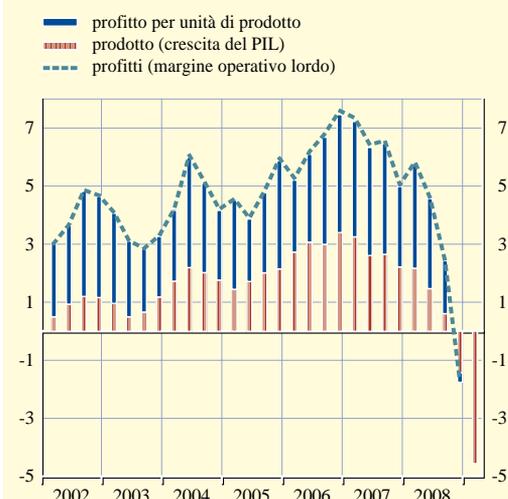
### 3.4 ANDAMENTI DEGLI UTILI SOCIETARI

Nella seconda metà del 2008 la crescita degli utili societari è calata in misura considerevole a ritmi sostenuti, continuando la flessione osservata dalla metà del 2007. In base ai dati di contabilità nazionale, nel quarto trimestre del 2008 gli utili nell'area dell'euro sono calati dell'1,8 per cento su base annua, il livello più basso finora registrato. Tale contrazione è ascrivibile a una flessione dell'attività (volume) e a un calo degli utili per unità di prodotto (margine per unità di prodotto), cfr. figura 44. Questi ultimi sono diminuiti in ragione dell'elevata crescita del costo del lavoro per unità di prodotto (al 4,8 per cento sul periodo corrispondente) e nonostante l'attenuazione delle pressioni sui prezzi degli input, principalmente a causa dell'andamento delle quotazioni del greggio e delle materie prime non derivate dal petrolio.

Per quanto concerne gli andamenti nei principali comparti (industria e servizi destinati alla vendita), la flessione della crescita degli utili nel quarto trimestre del 2008 è stata particolarmente pronunciata nell'industria a causa del maggior calo dell'attività industriale, della sua più elevata ciclicità e dell'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto. Nello stesso periodo il tasso di incremento degli utili nel comparto dei servizi destinati alla vendita è stato positivo, pur collocandosi su un livello storicamente basso.

**Figura 44** Scomposizione della crescita dei profitti dell'area dell'euro in prodotto e profitto per unità di prodotto

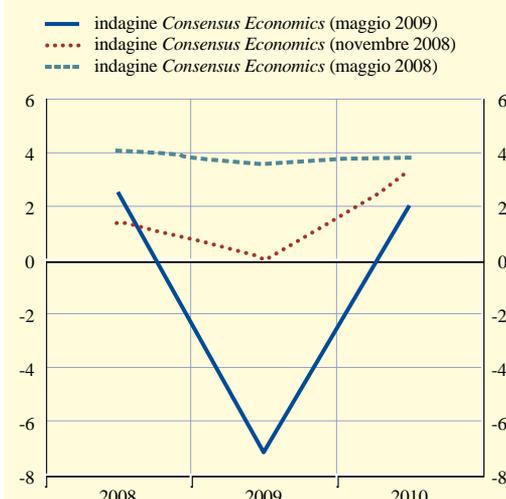
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 45** Consensus Economics: aspettative sui profitti societari dell'area dell'euro

(valori percentuali sul periodo corrispondente; dati annuali)



Fonti: Consensus Economics ed elaborazioni della BCE.

Guardando oltre i dati di contabilità nazionale disponibili, il protratto indebolimento dell'attività economica intensificherà probabilmente le pressioni al ribasso sugli utili nel corso del 2009. La figura 45 mostra che i partecipanti alle indagini di *Consensus Economics* in maggio hanno rivisto la valutazione delle prospettive per gli utili nel 2009 ed in misura minore per il 2010, in netto ribasso rispetto alle precedenti previsioni. È tuttavia prevista una ripresa degli utili nel 2010, come sembrano suggerire gli analisti dei mercati azionari (cfr. figura 29). Probabilmente le revisioni al ribasso degli utili societari nell'area dell'euro avranno ripercussioni negative sulle prospettive per l'occupazione e gli investimenti.

### 3.5 I PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI NELL'AREA DELL'EURO

Come riportato in dettaglio nel riquadro 5, gli ultimi dati disponibili indicano che nel 2008 i prezzi delle abitazioni hanno continuato a rallentare, proseguendo quindi l'andamento contenuto successivo ai forti incrementi dei prezzi nel periodo fino al 2005.

#### Riquadro 5

#### ANDAMENTI RECENTI DEL MERCATO DELLE ABITAZIONI NELL'AREA DELL'EURO

Nel 2008 i prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro hanno continuato a rallentare, proseguendo quindi l'andamento contenuto, dopo i forti aumenti dei prezzi nel periodo fino al 2005. Questo riquadro passa in rassegna gli andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro, mettendoli in relazione con determinati fattori della domanda e dell'offerta di alloggi, valutando le prospettive per i loro prezzi<sup>1)</sup>.

In base ai dati più recenti, nella seconda metà del 2008 il tasso di crescita dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro ha seguito una traiettoria discendente<sup>2)</sup>. Secondo gli ultimi dati disponibili, il tasso sul periodo corrispondente si è collocato allo 0,6 per cento nella seconda metà del 2008, sensibilmente inferiore al valore massimo del 7,7 per cento nella prima metà del 2005 (cfr. figura A). Più in generale, la crescita dei prezzi delle abitazioni è scesa nettamente al di sotto del tasso medio annuo del 6,6 per cento registrato fra il 1999 e il 2005, con un apprezzamento del valore delle case pari a quasi il 50 per cento in termini cumulati (cfr. tavola).

**Figura A Prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, dati rilevati due volte l'anno)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati nazionali.  
Nota: l'aggregato dei prezzi degli immobili residenziali è ottenuto da serie di dati nazionali che coprono oltre il 90 per cento dell'area dell'euro per l'intero periodo.

- 1) Per un'analisi dettagliata degli indicatori della domanda e dell'offerta di abitazioni, cfr. l'articolo intitolato *Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2006 di questo Bollettino.
- 2) Va sottolineato che i dati utilizzati per la valutazione degli andamenti dei prezzi delle abitazioni sono caratterizzati da notevole incertezza, in particolare per le questioni relative a copertura, controllo qualitativo e rappresentatività.

Prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	Pesi	Variazione media annua 1999 - 2005	2006	2007	2008	2008		2008				2009
						prima metà	seconda metà	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4°trim.	1°trim.
Belgio <sup>1)</sup>	3,7	9,4	11,1	9,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Germania <sup>2)</sup>	27,0	-0,9	0,2	0,7	0,2	-	-	-	-	-	-	-
Irlanda <sup>2)</sup>	2,1	12,2	13,4	0,9	-9,4	-9,0	-9,8	-8,6	-9,4	-10,0	-9,7	-9,8
Grecia <sup>2)</sup>	2,5	9,5	12,2	4,6	2,6	2,6	2,7	1,7	3,5	2,4	2,9	-
Spagna <sup>2)</sup>	11,7	13,8	10,4	5,8	0,7	2,9	-1,4	3,8	2,0	0,4	-3,2	-6,8
Francia <sup>1)</sup>	21,1	11,2	12,1	6,6	1,2	3,7	-1,1	4,3	3,0	0,8	-3,0	-6,6
Italia <sup>2)</sup>	17,1	7,5	5,8	4,9	4,2	4,5	3,9	-	-	-	-	-
Cipro <sup>2)</sup>	0,2	-	10,0	15,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Lussemburgo <sup>2)</sup>	0,4	11,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Malta <sup>2)</sup>	0,1	10,8	3,5	1,1	-2,7	-1,7	-3,8	-0,7	-2,7	-3,2	-4,4	-
Paesi Bassi <sup>1)</sup>	6,3	7,8	4,6	4,2	2,9	3,7	2,2	4,2	3,1	2,8	1,7	-0,3
Austria <sup>2)3)</sup>	3,0	0,7	4,0	4,1	1,3	1,0	1,6	2,1	-0,2	0,7	2,5	4,3
Portogallo <sup>2)</sup>	1,8	2,9	2,1	1,3	3,9	3,1	4,7	2,3	4,0	4,8	4,7	2,7
Slovenia	0,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Slovacchia <sup>1)</sup>	0,6	-	16,8	23,9	-	32,8	-	34,5	31,2	19,9	-	-
Finlandia <sup>1)</sup>	2,0	-	7,4	5,9	0,9	3,2	-1,4	3,7	2,7	0,6	-3,4	-
Area dell'euro	100,0	6,6	6,5	4,4	1,7	2,8	0,6	-	-	-	-	-

Fonti: fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: i pesi sono basati sul PIL nominale nel 2007.

1) Abitazioni esistenti (case e appartamenti); intero paese.

2) Tutte le abitazioni (case e appartamenti nuovi e esistenti); intero paese.

3) Fino al 2000 i dati riguardano solo Vienna.

Nel 2008 e nei primi mesi del 2009 si è registrato un netto rallentamento dei prezzi degli immobili residenziali in gran parte dei paesi dell'area, considerando che secondo i dati più recenti i prezzi degli alloggi sono sensibilmente calati sul periodo corrispondente in almeno sei paesi (cfr. tavola). Più in generale, i dati sembrano indicare che i paesi dove gli incrementi dei prezzi delle abitazioni sono stati più pronunciati negli anni fino al 2005 tendono a essere quelli che al momento evidenziano le correzioni più consistenti.

La dinamica sempre più contenuta della crescita dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro è stata associata a una moderazione sia della domanda sia dell'offerta di alloggi nell'area. Un fattore ampiamente utilizzato è l'indicatore "grezzo" di accessibilità delle abitazioni, definito come rapporto fra il reddito disponibile delle famiglie e l'indice dei prezzi delle abitazioni. Poiché il reddito pro capite non ha tenuto il passo dell'incremento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro, l'indicatore è diminuito fra il 1998 e il 2006 (cfr. figura B).

Figura B Accessibilità finanziaria grezza delle abitazioni e condizioni di indebitamento

(indice 2005 = 100; valori percentuali; dati annuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la misura grezza dell'accessibilità finanziaria delle abitazioni è definita come il rapporto fra il reddito nominale disponibile e l'indice nominale dei prezzi delle abitazioni. I tassi reali sui prestiti sono calcolati come differenza fra il tasso sui prestiti alle famiglie per acquisti di abitazioni con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni e fino a dieci anni.

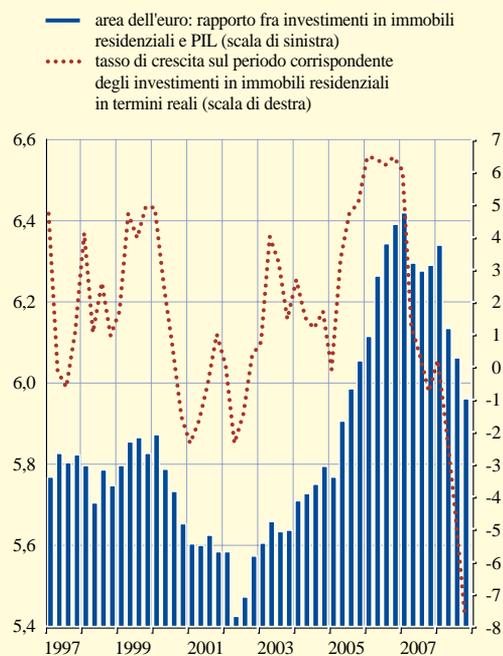
Anche se di recente questa misura base dell'accessibilità ha registrato un lieve miglioramento, dall'inizio del 2006 i criteri per la concessione dei crediti alle famiglie si sono inaspriti, rispecchiando un generale incremento dei tassi di interesse nominali applicati ai mutui per l'acquisto di abitazioni fino agli ultimi mesi del 2008, e riducendo l'accessibilità delle abitazioni. Più di recente, i tassi di interesse delle IFM sui mutui ipotecari sono diminuiti e le ultime indagini sui prestiti bancari suggeriscono che all'inizio del 2009 i criteri per la concessione dei crediti bancari si sono lievemente allentati<sup>3)</sup>. Nonostante questi andamenti delle condizioni di credito, c'è stata una continua erosione della crescita sui dodici mesi dei prestiti erogati alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, dal valore massimo superiore al 12 per cento a metà del 2006 fino a -0,2 nell'aprile 2009. Presi nel loro complesso, gli andamenti descritti in precedenza suggeriscono che la domanda di abitazioni probabilmente rimarrà su livelli contenuti.

In un contesto di moderata domanda di abitazioni, vi sono stati segnali di un rapido arretramento dell'offerta di alloggi. Gli investimenti reali in immobili residenziali nell'area dell'euro hanno segnato una costante diminuzione, con un calo del tasso di crescita annua dal massimo del 6,3 per cento nel secondo trimestre del 2006 a -7,7 nel quarto trimestre del 2008 (cfr. figura C). Ciò ha concorso altresì a far diminuire costantemente la quota di risorse destinate all'edilizia abitativa all'interno dell'economia alla fine del 2008. Il numero di permessi di costruzione concessi, spesso utilizzato come indicatore anticipatore degli investimenti in abitazioni, ha continuato a contrarsi bruscamente e alla fine del 2008 è sceso di oltre il 20 per cento in termini annualizzati. Ciò fa ritenere che per il momento l'offerta abitativa rimarrà debole.

Nel complesso, in un contesto caratterizzato dalla forte espansione dei prezzi delle case negli anni fino al 2005 e dal recente indebolimento dell'attività economica, le dinamiche della domanda e dell'offerta sembrano suggerire che l'inflazione di questi prezzi è destinata a calare ulteriormente<sup>4)</sup>. Nel frattempo, l'esperienza storica indica che nel breve termine i prezzi delle abitazioni potrebbero a tratti collocarsi su livelli eccessivamente alti o eccessivamente bassi in rapporto al loro livello tendenziale di lungo periodo, perché le frizioni e i ritardi nell'aggiusta-

**Figura C Investimenti in immobili residenziali nell'area dell'euro**

(valori percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 3) Cfr. il riquadro 2 intitolato *Risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario nell'area dell'euro* nel numero di maggio di questo Bollettino.
- 4) Questo segnale ricavato dall'analisi dell'offerta e della domanda è in linea con le indicazioni di un approccio *asset pricing* al mercato abitativo. In particolare, il rapporto fra l'indice dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro e la componente degli affitti nello IAPC rimane lievemente elevato rispetto alla sua media di lungo periodo. Oltre all'andamento dei redditi da locazione, anche variazioni stabili a bassa frequenza dei rendimenti attesi potrebbero aver contribuito a determinare oscillazioni ampie e persistenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro; cfr. Hiebert e Sydow (2009), *What drives returns to euro area housing? Evidence from a dynamic dividend discount model*, Working Paper della BCE, n. 1019.

mento dell'offerta di abitazioni comportano che il ruolo della loro domanda, potenzialmente volatile, risulti predominante<sup>5)</sup>.

5) Come rilevato in BCE, *Structural factors in EU housing markets, 2003*, è lecito attendersi che l'andamento di lungo periodo dell'inflazione dei prezzi delle abitazioni superi quello dell'inflazione per l'economia nel suo insieme perché, a parità di altre condizioni, i terreni edificabili sono scarsi e la produttività nella costruzione di nuove abitazioni minore di quella dell'economia complessiva. Tali effetti potrebbero tuttavia essere attenuati da altri fattori, come i cambiamenti demografici, potenzialmente in grado di esercitare un forte influsso sull'andamento di lungo periodo dei prezzi delle abitazioni.

### 3.6 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC sarebbe calata in maggio allo 0,0 per cento, dallo 0,6 in aprile. L'ulteriore calo dell'inflazione è stato pienamente anticipato e riflette principalmente effetti base derivanti dalle brusche variazioni dei prezzi delle materie prime a livello mondiale negli ultimi 12 mesi. Inoltre, vi sono numerosi segnali di una riduzione più generalizzata delle spinte inflazionistiche. Secondo gli indicatori disponibili, al forte calo dell'inflazione non ha corrisposto una flessione equiparabile del costo del lavoro. La crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali è rimasta elevata al 3,2 per cento nel primo trimestre del 2009, rispetto al 3,6 nell'ultimo trimestre del 2008. Tuttavia, le informazioni disponibili segnalano un calo più pronunciato della dinamica dei redditi per occupato grazie all'introduzione di una serie di misure correttive. Tali misure includono la riduzione delle ore lavorative settimanali, delle gratifiche e delle indennità, oltre a una diversa composizione delle forze di lavoro, al fine di ridurre rapidamente il costo del lavoro. La riduzione del normale orario di lavoro riduce i redditi per addetto a causa dell'impatto verso il basso sui redditi complessivi, mantenendo invariato il livello di occupazione.

A causa degli effetti base, l'inflazione dovrebbe diminuire ulteriormente e rimanere temporaneamente negativa nei prossimi mesi, prima di tornare positiva entro la fine del 2009. Su orizzonti più lunghi, i prezzi e i costi dovrebbero mantenere un andamento contenuto a seguito del perdurante ristagno della domanda nell'area dell'euro e al di fuori dei suoi confini. Secondo le proiezioni formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione nel 2009 dovrebbe collocarsi tra lo 0,1 e lo 0,5 per cento e nel 2010 tra lo 0,6 e l'1,4 per cento. Gli indicatori delle aspettative di inflazione a medio-lungo termine rimangono saldamente ancorati in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione al di sotto ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. I rischi per queste proiezioni sono sostanzialmente bilanciati. I rischi verso il basso sono connessi in particolare alle prospettive per l'attività economica, mentre quelli verso l'alto sono legati alle quotazioni delle materie prime superiori alle aspettative. Inoltre, gli incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati potrebbero essere più vigorosi di quanto attualmente previsto perché nei prossimi anni sarà necessario introdurre misure di risanamento nel quadro delle politiche di bilancio.

## 4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Nel primo trimestre del 2009 l'attività economica si è indebolita notevolmente, riflettendo l'impatto delle turbolenze nel mercato finanziario e, in particolare, della brusca flessione della domanda mondiale e del commercio estero. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'attività economica nell'area dell'euro si è contratta del 2,5 per cento sul periodo precedente, dopo una flessione dell'1,8 per cento nel quarto trimestre del 2008. Tale andamento avrà un forte impatto negativo sul tasso di crescita medio del 2009. Più di recente, tuttavia, alcune indagini congiunturali hanno evidenziato segnali di miglioramento, pur rimanendo su livelli molto contenuti. In linea con tali riscontri, l'attività, dopo l'estrema debolezza registrata nel primo trimestre, dovrebbe diminuire nella parte restante dell'anno a tassi nettamente meno negativi. Dopo aver attraversato una fase di stabilizzazione, i tassi di crescita trimestrali dovrebbero tornare di segno positivo alla metà del 2010.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, la crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali dovrebbe collocarsi tra -5,1 e -4,1 per cento nel 2009 e tra -1,0 e 0,4 per cento nel 2010. I rischi per queste prospettive sono bilanciati.

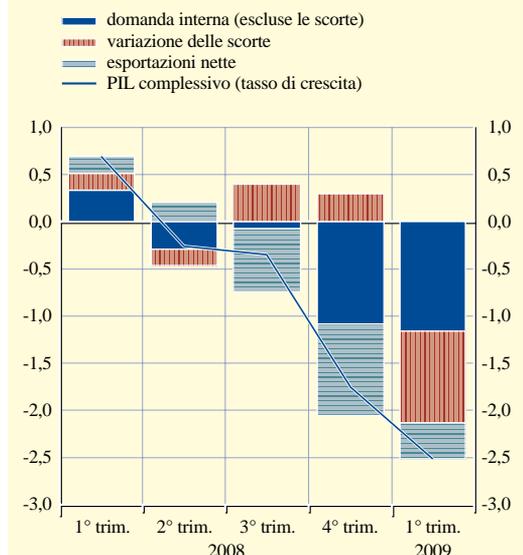
### 4.1 I COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

Il ritmo di crescita dell'attività nell'area dell'euro è diminuito sensibilmente all'inizio del 2009, a seguito della continua contrazione della domanda sia interna che mondiale. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, diffusa il 3 giugno, il PIL in termini reali è diminuito del 2,5 per cento (sul periodo precedente) nel primo trimestre del 2009, dopo una flessione dell'1,8 per cento nell'ultimo trimestre del 2008 (cfr. figura 46). Il calo del PIL nel primo trimestre del 2009 è stato il più consistente dagli inizi degli anni settanta, ossia da quando sono disponibili i dati sull'area dell'euro. I risultati delle indagini congiunturali indicano che nel secondo trimestre del 2009 la crescita nell'area dell'euro continuerà a essere negativa, ma a un ritmo che dovrebbe attenuarsi gradualmente, suggerendo che nel primo trimestre il calo dell'attività ha raggiunto un punto di flesso.

Nei primi mesi del 2009, come nell'ultima parte del 2008, il deterioramento della domanda si è esteso a tutte le componenti. La domanda esterna ha continuato a rallentare allorché l'attività si è indebolita sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti. Anche la domanda interna si è affievolita, a seguito del netto calo degli investimenti e della moderazione dei consumi. La scomposizione della spesa nel primo trimestre conferma tale quadro. Sia la domanda interna sia l'interscambio netto hanno fornito un ulteriore apporto nettamente negativo alla crescita. Negativo è stato anche il contributo delle scorte. Le seguenti sottosezioni trattano più in dettaglio l'andamento della domanda.

Figura 46 Crescita del PIL in termini reali e contributi

(tasso di crescita sul trimestre precedente e contributi in punti percentuali trimestrali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

## CONSUMI PRIVATI

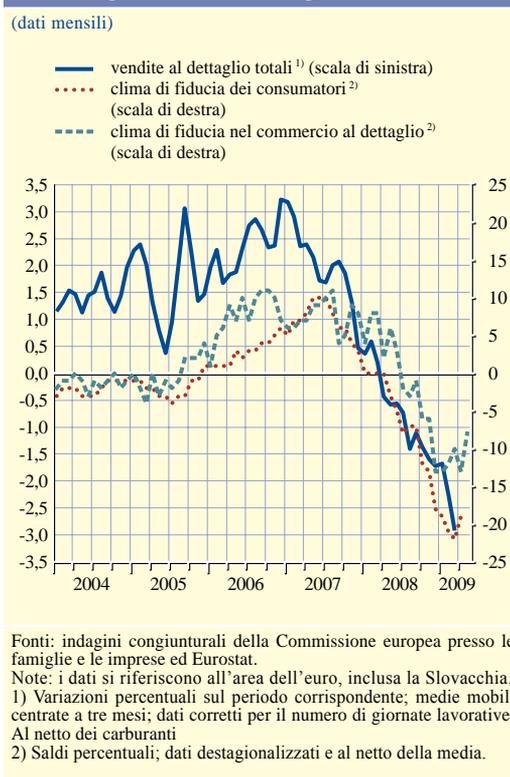
Le famiglie hanno ridotto notevolmente la spesa alla fine del 2008 e nel primo trimestre del 2009. Secondo i più recenti indicatori i consumi rimarranno deboli per la parte restante dell'anno. Tale valutazione è confermata dagli andamenti del clima di fiducia dei consumatori e di quello del commercio al dettaglio, due indicatori che nel tempo tendono ad anticipare ragionevolmente bene la spesa delle famiglie (cfr. figura 47). Dall'inizio della primavera entrambe le serie si sono stabilizzate su livelli modesti, segnalando che il clima di fiducia dei consumatori potrebbe aver toccato il punto di minimo.

I dati relativi al primo trimestre del 2009 mostrano che le vendite al dettaglio (che costituiscono circa il 45 per cento della spesa per consumi) hanno continuato a diminuire, sostanzialmente allo stesso tasso registrato nell'ultimo trimestre del 2008. La flessione all'inizio del 2009 è stata determinata principalmente dalla contrazione delle vendite di alimentari, bevande e tabacchi, mentre le componenti diverse dagli alimentari, come anche le immatricolazioni di nuove autovetture, hanno mostrato una maggiore tenuta. Queste ultime hanno beneficiato soprattutto degli incentivi fiscali alla rottamazione per stimolare l'acquisto di autovetture nuove. Queste misure sono state introdotte dapprima in Francia e poi, su più larga scala, in Germania. La percezione dell'efficacia di tali incentivi ha indotto altri paesi dell'area a prendere provvedimenti analoghi, inclusi i prestiti agevolati per l'acquisto di nuove autovetture.

Quanto ai fattori determinanti dei consumi privati, l'incremento del reddito disponibile reale delle famiglie ha evidenziato una certa tenuta durante il rallentamento. Nel 2008 la crescita relativamente vigorosa dei redditi per occupato ha sostenuto il reddito aggregato delle famiglie (cfr. la sezione Prezzi e costi), ma è stata controbilanciata da un brusco incremento dell'inflazione nella prima metà del 2008, causato principalmente dai forti rincari dei beni alimentari ed energetici. In prospettiva, il tasso di crescita del reddito disponibile reale delle famiglie dovrebbe mantenersi su livelli più moderati nella parte restante del 2009 e nei primi mesi del 2010. Tale valutazione dipende in larga misura dall'attesa di un ulteriore peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro nell'area dell'euro (cfr. sezione 4.2). Tuttavia, nei prossimi mesi i bassi livelli di inflazione continueranno a fornire un certo sostegno al reddito reale. Inoltre, gli stabilizzatori automatici attivati dai trasferimenti governativi (come i sussidi alla disoccupazione) e la minore incidenza delle imposte sul reddito personale contribuiranno a moderare la contrazione del reddito, in particolare per le famiglie che risentono direttamente del peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro.

Le decisioni di spesa delle famiglie sono state fortemente influenzate anche dalle attese sui redditi dell'intera vita, che oltre alla remunerazione attesa in futuro comprendono anche i rendimenti della ricchezza finanziaria e immobiliare. Dall'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari a metà del

**Figura 47 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie**



2007, l'andamento delle attività finanziarie nell'area dell'euro ha avuto effetti negativi sulla ricchezza della maggior parte dei consumatori, acuiti dalla moderazione dei prezzi degli alloggi (cfr. riquadro 5). Probabilmente, l'andamento dei mercati finanziari, insieme all'evoluzione dei prezzi delle abitazioni, ha contribuito a deprimere ulteriormente i consumi nel corso del 2008. Tuttavia, i mercati azionari nell'area dell'euro hanno recentemente recuperato terreno in modo significativo. Anche se l'effettivo impatto economico di queste oscillazioni dei prezzi delle attività sul breve periodo non dovrebbe essere sopravvalutato, la recente stabilizzazione dei mercati azionari potrebbe contribuire a limitare in parte gli effetti negativi della brusca flessione dei mercati azionari dalla metà del 2007. Va notato, tuttavia, che nell'area dell'euro l'effetto sul consumo delle variazioni della ricchezza finanziaria e immobiliare è relativamente contenuta.

Di riflesso ai crescenti timori per la situazione economica e finanziaria, le famiglie hanno aumentato il tasso di risparmio nel corso del 2008. I risultati delle indagini suggeriscono che questa tendenza è continuata negli ultimi mesi. L'incremento del tasso di risparmio è stato alquanto diffuso, in particolare nei paesi dove la situazione nel mercato del lavoro si è nettamente deteriorata, i prezzi delle abitazioni hanno subito una brusca riduzione e le famiglie sono pesantemente indebitate. In prospettiva, tali fattori, insieme a una maggiore incertezza circa la situazione macroeconomica e i mercati finanziari, continueranno probabilmente a pesare sulla propensione al consumo delle famiglie rispetto al reddito disponibile nel corso del 2009.

In sintesi, nonostante una forte flessione dei prezzi delle materie prime dallo scorso anno abbia stimolato il potere d'acquisto dei consumatori, la ricchezza delle famiglie si è ridotta e il deterioramento del mercato del lavoro dovrebbe frenare il reddito da lavoro nei prossimi trimestri. Di conseguenza, nel breve termine i consumi dovrebbero mantenersi su livelli contenuti per poi aumentare gradualmente nel corso del 2010.

## **INVESTIMENTI**

In linea con i precedenti episodi di rallentamento economico, gli investimenti privati sono stati una delle principali determinanti della brusca contrazione in atto nell'attività. Nel primo trimestre del 2009 gli investimenti sono calati in termini congiunturali del 4,2 per cento. In prospettiva, gli investimenti privati dovrebbero contribuire negativamente all'attività economica nell'area dell'euro sia nel 2009 sia nel 2010. Tale valutazione è in linea con le previsioni di una domanda finale debole e il protrarsi delle condizioni finanziarie restrittive.

Gli investimenti nelle costruzioni, che comprendono gli edifici residenziali e commerciali, rappresentano circa la metà degli investimenti totali e pertanto gli andamenti degli immobili incidono in modo rilevante sugli investimenti aggregati. Il livello di questi investimenti è diminuito consecutivamente in tutti i trimestri a partire dal secondo del 2008. Il mercato degli immobili commerciali tende a essere particolarmente ciclico, in quanto è legato alla redditività potenziale delle imprese e perché tali immobili vengono acquistati per ragioni speculative più spesso di quanto accada nell'edilizia residenziale. Anche il mercato degli immobili residenziali tende a muoversi in sintonia con il ciclo economico, ma in genere le oscillazioni sono molto meno pronunciate.

Per quanto riguarda gli andamenti di questi due mercati, l'incremento dei prezzi degli alloggi nell'area dell'euro è sceso dal 7,7 per cento nella prima metà del 2005 allo 0,6 del secondo semestre del 2008. Il contenimento o il calo dei prezzi delle abitazioni rende meno remunerativi gli investimenti residenziali e quindi tende a deprimere gli investimenti nelle costruzioni. Le oscillazioni del valore degli immobili commerciali sono state ancor più pronunciate di quelle osservate per gli alloggi. Il valore capitale degli immobili commerciali nell'area dell'euro è passato da una crescita, in media d'anno, del 10,6

per cento a una diminuzione del 12 per cento tra il 2005 e il 2008. La recente correzione del mercato degli immobili commerciali, dovuta in larga misura alla ridotta richiesta di locazioni commerciali, ha probabilmente determinato anche una contrazione della domanda di tali edifici.

Guardando al futuro, non si può escludere un'ulteriore riduzione della domanda di immobili residenziali e commerciali, alla luce delle sfavorevoli prospettive economiche e delle aspettative di un ulteriore deterioramento del mercato del lavoro. Di conseguenza, gli investimenti in costruzioni probabilmente continueranno a diminuire nei prossimi trimestri, ma a un ritmo che dovrebbe essere meno sostenuto.

La seconda componente significativa di questo aggregato sono gli investimenti delle imprese (principalmente i beni capitali destinati alla produzione di beni e servizi). Anche tali investimenti sono diminuiti nettamente durante lo scorso anno. L'indebolimento della domanda, la flessione del clima di fiducia delle imprese, l'andamento negativo della redditività e il grado di utilizzo storicamente basso della capacità produttiva, unitamente all'inasprirsi delle condizioni creditizie, sono stati i fattori principali che hanno contribuito al rallentamento degli investimenti delle imprese.

È importante notare che nei periodi in cui le condizioni macroeconomiche sono più stabili (ossia quando l'attività economica oscilla in prossimità del suo potenziale), le attese riguardo al prodotto futuro e le *proxy* dei costi di finanziamento delle imprese possono incidere considerevolmente sulle variazioni degli investimenti delle aziende. Tuttavia, nei periodi di forte rallentamento dell'economia la dinamica degli investimenti risente maggiormente dei vincoli di finanziamento e della leva finanziaria delle imprese. Questi vincoli finanziari sono difficilmente quantificabili, ma le indagini qualitative possono fornire alcune indicazioni. A questo riguardo, le indagini sul credito bancario condotte dall'Eurosistema hanno mostrato che durante la fase recessiva le banche dell'area hanno gradualmente inasprito le condizioni creditizie. In base all'ultima indagine, condotta nell'aprile 2009, nel primo trimestre la quota netta delle banche che ha reso più severi i criteri per l'erogazione di prestiti e linee di credito alle imprese è del 43 per cento, un valore che, pur rispecchiando un ulteriore maggiore inasprimento netto, è inferiore di 21 punti percentuali rispetto a quella registrata nell'ultimo trimestre del 2008. Ciò indicherebbe l'attenuarsi delle pressioni aggiuntive esercitate dai vincoli finanziari sugli investimenti delle imprese nell'area dell'euro. Parimenti, le riduzioni dei tassi di riferimento principali della BCE a partire dall'ottobre 2008, insieme a un aumento dell'attrazione per il rischio, hanno ridotto il costo reale dei finanziamenti per le imprese non finanziarie nell'area dell'euro.

Nel complesso, le attese di un'ulteriore moderazione del mercato delle abitazioni nell'area dell'euro, la debolezza della domanda interna ed estera e i vincoli di finanziamento probabilmente limiteranno gli investimenti aggregati nel medio termine.

## CONSUMI PUBBLICI

Per quanto concerne le altre componenti della domanda, nel 2008 i consumi delle amministrazioni pubbliche hanno continuato a crescere a un ritmo stabile. Dopo un incremento dello 0,4 per cento nel quarto trimestre, i consumi sono rimasti invariati crescendo dello 0,0 per cento (sul periodo precedente) nel primo trimestre del 2009. Guardando al futuro, i consumi pubblici, che normalmente sono costituiti dalle spese per servizi come difesa, giustizia, sanità e istruzione, e tendono a essere meno esposti agli andamenti ciclici rispetto ad altre componenti della domanda, dovrebbero continuare a fornire un certo sostegno alla domanda nei mesi a venire.

I consumi delle amministrazioni pubbliche tuttavia non dovrebbero risentire del pacchetto di stimolo fiscale posto in atto. Dal 2009-2011 oltre metà dell'impulso fiscale a sostegno della crescita del

PIL dovrebbe derivare dagli investimenti del settore pubblico, con ulteriori contributi derivanti dai trasferimenti alle famiglie e dagli sgravi fiscali sul reddito da lavoro.

### **SCORTE**

L'andamento delle scorte osservato durante l'attuale rallentamento è sostanzialmente in linea con l'esperienza storica. In generale, all'inizio di una recessione si verifica un accumulo involontario di scorte, in quanto la produzione si adegua con un certo ritardo alla caduta della domanda. Tale periodo è seguito da un processo di decumulo: le imprese cercano di smaltire le giacenze accumulate, riducendo il prodotto a un ritmo più sostenuto rispetto al calo previsto della domanda. Successivamente, nella fase di ripresa economica, il contributo delle scorte alla crescita del PIL ricomincia ad aumentare; cfr. il riquadro intitolato *Andamento recente dell'accumulazione delle scorte* nel numero di maggio 2009 di questo Bollettino.

Nella seconda metà del 2008 le scorte hanno fornito un apporto positivo alla crescita del PIL nell'area dell'euro. L'incremento delle giacenze potrebbe essere dovuto al fatto che le aziende sono rimaste sorprese dalla rapidità e dalla portata del rallentamento della domanda mondiale e interna. Non essendo in grado di regolare sufficientemente la produzione, le imprese avrebbero accumulato scorte. In base ai dati relativi al primo trimestre del 2009, c'è stata un'inversione di questa tendenza e le scorte hanno fornito un contributo negativo dell'1,0 per cento alla crescita del PIL. Le evidenze derivanti dalle inchieste qualitative suggeriscono che un decumulo delle scorte si è verificato anche nel secondo trimestre, in considerazione della flessione delle vendite e delle prospettive negative per l'economia. È probabile che nell'ultima parte dell'anno il ritmo del processo di decumulo rallenterà e che le scorte contribuiscano positivamente alla crescita del PIL nell'area dell'euro.

### **COMMERCIO ESTERO**

Come esaminato nella sezione intitolata *Il contesto esterno all'area dell'euro*, dopo la contrazione dell'economia mondiale nel quarto trimestre del 2008, l'attività a livello internazionale è rimasta molto debole nel primo trimestre del 2009. Le accresciute difficoltà nel reperimento del credito commerciale sono state spesso indicate come una possibile causa dell'improvvisa contrazione dell'interscambio mondiale alla fine del 2008. Tuttavia, così come nell'area dell'euro, anche a livello mondiale i risultati delle ultime indagini segnalano un rallentamento del calo dell'attività economica.

In linea con il crollo della domanda mondiale, nel primo trimestre le esportazioni dell'area dell'euro sono calate drasticamente, dell'8,1 per cento in termini congiunturali, e dovrebbero continuare a diminuire nel corso del 2009. Tale valutazione è basata su una serie di fattori, incluso il fatto che il calo mondiale degli investimenti in macchinari e attrezzature ha avuto un particolare impatto sui paesi dell'area dell'euro più specializzati nella produzione di beni strumentali. Inoltre, è probabile che gli esportatori dell'area continuino a perdere quote di mercato, in parte a causa del passato apprezzamento dell'euro, in parte per l'esistenza di concorrenti che provengono soprattutto dai mercati emergenti. In generale, il grado relativamente elevato di apertura commerciale dell'area dell'euro può dar conto in misura notevole del calo rilevato delle esportazioni negli ultimi mesi e spiega anche perché l'area è stata colpita, in termini di vendite all'estero, più duramente rispetto alla maggior parte delle altre principali economie, inclusi gli Stati Uniti.

Allorché la domanda finale interna ha rallentato, anche le importazioni nell'area dell'euro hanno evidenziato un andamento di tendenziale moderazione durante lo scorso anno. Nel primo trimestre del 2009 le importazioni sono calate del 7,2 per cento rispetto all'ultimo trimestre del 2008, a causa

della debolezza dei consumi privati e del brusco calo degli investimenti. Tuttavia, poiché le esportazioni sono diminuite più rapidamente, il contributo dell'interscambio netto alla crescita del PIL è rimasto negativo nel primo trimestre del 2009.

#### 4.2 ANDAMENTI DEL PRODOTTO, DELL'OFFERTA E DEL MERCATO DEL LAVORO

Un fattore chiave delle pressioni inflazionistiche è il grado di capacità inutilizzata nell'economia. Come esaminato in precedenza, il prodotto nell'area dell'euro è calato nettamente nell'ultima parte del 2008 e all'inizio del 2009. Di conseguenza, anche se nello stesso periodo gran parte delle misure del prodotto potenziale nell'area ha evidenziato una moderazione, la capacità inutilizzata nell'economia è aumentata e le pressioni sulla capacità produttiva nelle imprese si sono attenuate con notevole rapidità. Ad aprile il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore industriale ha toccato un nuovo minimo (70,5), molto al di sotto del suo livello medio (81,8) e largamente inferiore anche rispetto al valore minimo raggiunto nella recessione degli anni novanta. Il grado di utilizzo della capacità produttiva è a livelli particolarmente bassi in tutte le principali categorie di prodotti, ma ha raggiunto il minimo nei settori dei beni intermedi e di investimento.

Per quanto riguarda il valore aggiunto in una prospettiva settoriale, tutti i comparti hanno contribuito negli ultimi due mesi alla contrazione dell'attività economica, ma il calo è stato più pronunciato nel settore industriale. Nel contempo, sono peggiorate anche le condizioni nel mercato del lavoro (cfr. la sezione sul mercato del lavoro in basso). In aprile il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è salito al 9,2 per cento, con un incremento di 0,3 punti percentuali sul mese precedente.

#### PRODOTTO PER SETTORE

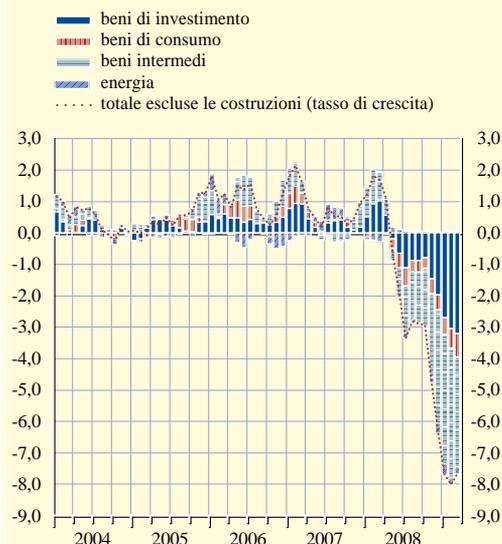
Il brusco calo dell'attività economica nell'ultimo trimestre del 2008 e nel primo del 2009 è stato generalizzato fra i settori. L'industria ha registrato la contrazione più rapida, fornendo il contributo più negativo (cfr figura 48). Il valore aggiunto nel settore manifatturiero ha risentito del brusco calo della domanda interna ed estera, considerando che l'attività è diminuita in tutti i principali sottosettori. Il ritmo di contrazione dell'attività nel settore industriale nel primo trimestre del 2009 non ha precedenti e il calo della produzione negli ultimi sei mesi è stato così pronunciato da controbilanciare quasi tutta l'espansione registrata negli ultimi dieci anni. Tra le principali categorie di prodotti, la produzione è calata quasi al livello registrato all'inizio del 1999, nel caso dei beni di investimento, o persino al di sotto di tale livello, nel caso dei beni intermedi e di consumo. Solo nel settore dell'energia, meno ciclico, la produzione è rimasta chiaramente al di sopra del livello del 1999.

I risultati delle indagini tra le imprese segnalano che recentemente la contrazione dell'attività industriale ha superato un punto d'inflessione e ha cominciato a rallentare lievemente, sebbene a partire da tassi particolarmente negativi (cfr. figura 49). Uno degli indicatori delle indagini più utilizzati, l'indice dei responsabili degli acquisti per il settore manifatturiero, è aumentato negli ultimi tre mesi (nel periodo da marzo a maggio), pur rimanendo al di sotto del livello di riferimento di 50, indicando quindi un ulteriore calo dell'attività. Altre indagini sul clima di fiducia nell'industria e i riscontri aneddotici confermano un quadro meno pessimistico per il settore industriale nell'area dell'euro.

Analogamente al settore industriale, anche nelle costruzioni il valore aggiunto è diminuito in tutti i trimestri a partire dal secondo del 2008. Il rallentamento nel settore delle costruzioni ha avuto diversa intensità a seconda dei sottosettori e dei paesi. La flessione è stata più marcata per gli immobili residenziali e commerciali, mentre l'edilizia civile ha mostrato una maggiore tenuta. Nel

**Figura 48 Crescita della produzione industriale e contributi**

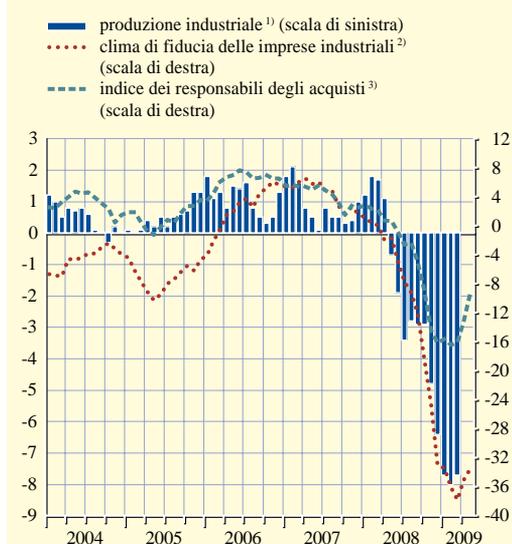
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
 Note: i dati riportati sono calcolati come medie mobili centrate a tre mesi rispetto all'analoga media dei tre mesi precedenti. I dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

**Figura 49 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese manifatturiere e indice dei responsabili degli acquisti**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE.  
 Note: tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero. I dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.  
 1) Variazioni percentuali della media mobile a tre mesi rispetto al trimestre precedente.  
 2) Saldi percentuali; variazioni rispetto a tre mesi prima.  
 3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

2008 e all'inizio del 2009 gran parte dei paesi dell'area ha registrato un calo di produzione nelle costruzioni, sebbene di diversa entità, con le flessioni più pronunciate in Irlanda e Spagna.

La crescita del prodotto nel settore dei servizi, che aveva oscillato in territorio positivo dall'inizio delle turbolenze nel mercato finanziario a metà del 2007, ha assunto segno negativo nell'ultimo trimestre del 2008 (sul periodo precedente) e nel primo del 2009 è diminuita a un ritmo ancor più sostenuto. Il calo negli ultimi due trimestri del prodotto dei servizi ha risentito soprattutto dell'andamento dell'interscambio e dei trasporti (che tendono a essere le sottocomponenti più cicliche e volatili), ma anche dei servizi finanziari e alle imprese.

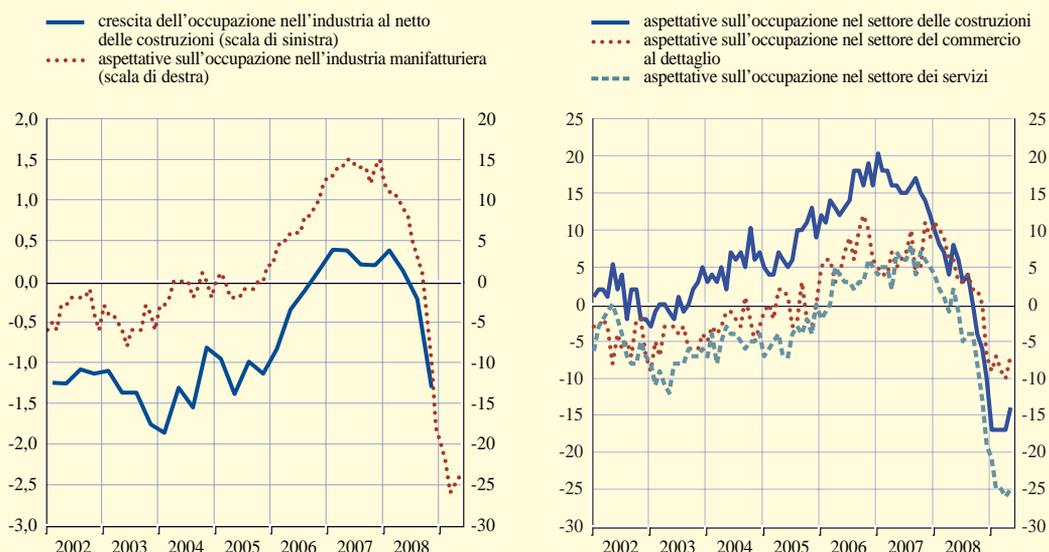
Guardando al futuro, le prospettive a breve termine per l'attività complessiva rimangono negative e il prodotto dovrebbe diminuire ulteriormente nel corso del 2009. Il grado di utilizzo della capacità produttiva nelle imprese manifatturiere è precipitato al livello minimo da quando la Commissione europea ha iniziato l'indagine sul settore industriale nel 1990 e anche altre misure confermano l'attenuarsi di tali pressioni. Allo stesso tempo, sia le indagini congiunturali sia i riscontri aneddotici indicano che il ritmo di contrazione dell'attività in gran parte dei settori si ridurrà gradualmente nell'ultima parte del 2009.

## MERCATO DEL LAVORO

La dinamica dell'occupazione normalmente risponde in ritardo alle oscillazioni del ciclo economico. L'intervallo temporale di risposta varia da settore a settore. Ad esempio, nel settore delle costru-

**Figura 50 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.  
Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media. I dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

zioni, ove sono impiegati numerosi lavoratori temporanei, in una fase di rallentamento economico la forza lavoro può essere ridotta più rapidamente rispetto ai settori industriale e dei servizi, dove i tagli al personale tendono a essere più costosi. Le imprese e i settori per cui è più difficile licenziare e riassumere i dipendenti tendono ad assumere un atteggiamento “attendista” e preferiscono inizialmente mantenere invariato il personale e ridurre le ore di lavoro in periodi di stagnazione economica. Il rallentamento dell'attività, mantenendo invariato il numero di addetti, determina un calo della produttività pro capite.

**Tavola 8 Crescita dell'occupazione**

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2007	2008	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.
Totale economia	1,8	0,8	0,3	0,4	0,1	-0,1	-0,3
di cui:							
Agricoltura e pesca	-1,3	-1,4	-0,3	0,6	-1,3	-0,5	0,2
Industria	1,4	-0,9	0,1	0,2	-0,6	-0,7	-1,4
Escluse le costruzioni	0,3	-0,3	0,1	0,2	-0,2	-0,4	-1,0
Costruzioni	4,1	-2,4	0,0	0,1	-1,6	-1,5	-2,3
Servizi	2,2	1,5	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0
Commercio e trasporti	1,9	1,3	0,2	0,5	0,2	0,1	-0,4
Finanziari e alle imprese	4,0	2,5	0,8	1,1	0,3	0,1	-0,5
Amministrazione pubblica <sup>1)</sup>	1,4	1,2	0,3	-0,1	0,6	0,1	0,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.  
1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

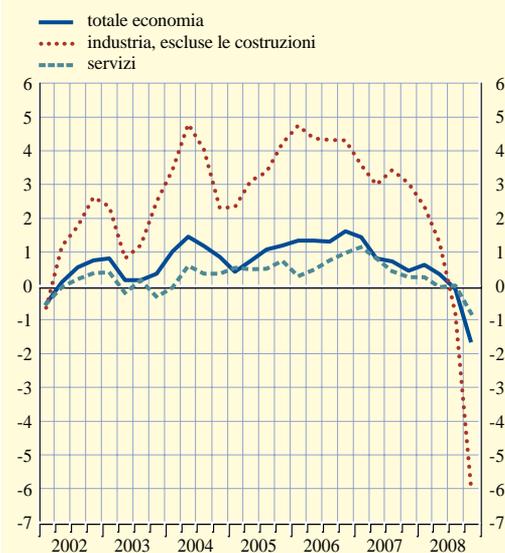
Questi fatti stilizzati del mercato del lavoro nell'area dell'euro sembrano trovare conferma anche nell'attuale fase recessiva in quanto l'occupazione è diminuita, nel settore delle costruzioni, prima che in altri comparti dell'economia (cfr. tavola 8). Per effetto del generale mantenimento dei livelli occupazionali nel settore dell'industria, la produttività ha registrato un significativo calo (cfr. figura 51).

Un altro aspetto rilevante dell'attuale fase recessiva è il crescente ricorso, in vari paesi nell'area dell'euro, a contratti di lavoro a breve termine, parzialmente integrati con fondi pubblici (cfr. anche il riquadro intitolato *Misure correttive del mercato del lavoro durante l'attuale contrazione dell'attività economica*). Gli schemi contrattuali presentano delle differenze tra paese e paese: in alcuni casi sono definiti contratti di lavoro a breve termine, in altri casi schemi di disoccupazione temporanea e hanno natura eterogenea sia per quanto riguarda i requisiti di legge sia relativamente ai sussidi. Tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009 la situazione del mercato del lavoro si è deteriorata sensibilmente: in aprile il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è salito al 9,2 per cento, con un incremento di 0,3 punti percentuali sul mese precedente (cfr. figura 52). L'incremento ha interessato tutti i paesi dell'area, ma continua a essere particolarmente elevato in Spagna, Irlanda e Slovacchia. Analogamente, nel quarto trimestre del 2008, l'occupazione è diminuita dello 0,3 per cento sul trimestre precedente (cfr. tavola 8).

In base all'evidenza empirica che emerge dai questionari e in prospettiva, dopo la forte contrazione del prodotto alla fine del 2008 e all'inizio del 2009, potrebbe risultare sempre più difficile per le imprese mantenere invariati i livelli di occupazione (cfr. figura 50). È possibile che nei prossimi mesi si registrino ulteriori graduali incrementi della disoccupazione nell'area dell'euro; il deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro potrebbe aggravarsi se alla scadenza dei contratti a termine dovesse seguire una perdita di posti di lavoro.

**Figura 51 Produttività del lavoro**

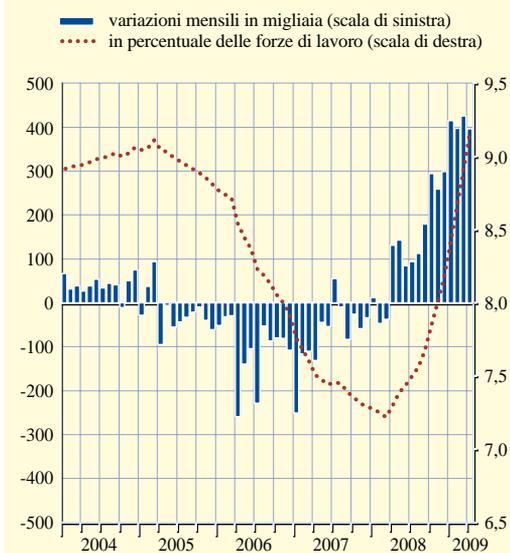
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

**Figura 52 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.  
Nota: i dati si riferiscono all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia.

**Riquadro 6**

**CORREZIONI DEL MERCATO DEL LAVORO DURANTE L'ATTUALE CONTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ ECONOMICA**

La contrazione dell'attività economica nell'area dell'euro sta incidendo sempre più sulle condizioni del mercato del lavoro. La disoccupazione nell'area è aumentata dal 7,3 per cento nei primi tre mesi del 2008 al 9,2 per cento nell'aprile di quest'anno e l'occupazione è rimasta pressoché invariata nell'ultimo trimestre del 2008, con un tasso di crescita sul periodo corrispondente dello 0,1 per cento (cfr. figura A). Considerando la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro in una scomposizione settoriale (cfr. figura B), i maggiori cali si sono avuti nei settori manifatturiero e delle costruzioni (rispettivamente 6,4 e 1,3 per cento), mentre i servizi di mercato, inclusi quelli finanziari e alle imprese nonché i servizi nel comparto del commercio e dei trasporti, hanno ancora evidenziato una crescita leggermente positiva sul periodo corrispondente (0,8 per cento). Le differenze nell'andamento della produzione settoriale tra i vari paesi hanno avuto un impatto sulla rispettiva vulnerabilità del mercato del lavoro durante questa contrazione e sulla misura in cui i tassi di disoccupazione nazionali ne hanno risentito. Inoltre, le differenze fra paesi a livello di istituzioni del mercato del lavoro incidono sulla ripartizione della correzione tra occupazione e salari, tra specifici gruppi delle forze di lavoro e tra lavoratori con tipologie di contratto diverse<sup>1)</sup>.

Tra il 2007 e il 2008 si è registrata una relazione negativa tra la variazione della quota di occupati a tempo determinato e la corrispondente quota di occupati a tempo indeterminato sulla popola-

**Figura A Crescita dell'occupazione e disoccupazione**

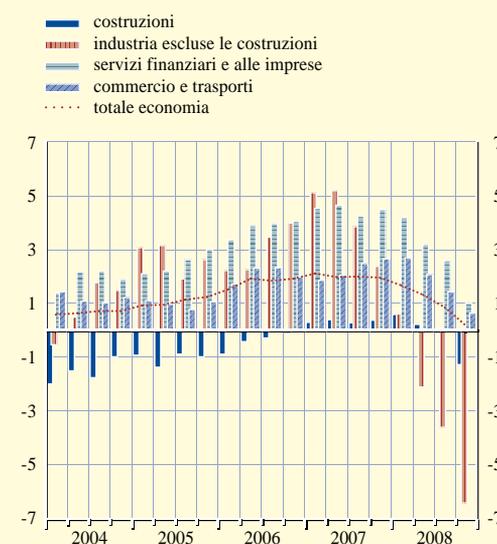
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; percentuale della forza lavoro)



Fonte: Eurostat.

**Figura B Crescita dell'occupazione per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e BCE.

1) Cfr. l'articolo *I risultati di una nuova indagine sul processo di formazione dei salari in Europa* nel numero di febbraio 2009 di questo Bollettino.

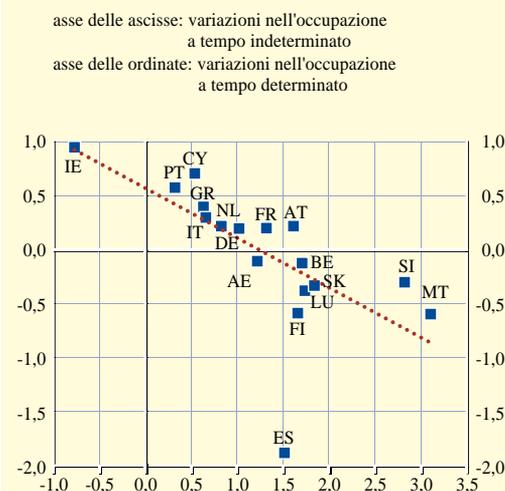
zione attiva (cfr. figura C). Ciò è riconducibile al fatto che l'occupazione a tempo determinato è per sua natura più esposta alle fluttuazioni economiche; negli ultimi anni l'occupazione a tempo determinato ha registrato una forte espansione poiché le modifiche della legislazione sulla protezione dell'occupazione dell'ultimo decennio hanno toccato soprattutto questo segmento del mercato del lavoro. La protezione dell'occupazione per i lavoratori a tempo indeterminato, per contro, è rimasta per lo più invariata.

In diversi paesi l'impatto sull'occupazione è stato contenuto da programmi di lavoro a breve termine e altre misure tese ad attenuare gli effetti della contrazione economica e ad evitare la riduzione della manodopera. Inoltre, tali programmi sono spesso stati accompagnati da sussidi pubblici, finalizzati a mantenere invariato il potere di acquisto dei lavoratori interessati nel breve periodo. In passato il settore delle costruzioni in particolare ha beneficiato di programmi volti a ridurre un eccessivo turnover dovuto alla ciclicità stagionale, mentre con l'attuale crisi si è avuto un marcato aumento di tali programmi soprattutto nel settore manifatturiero. Di fatto, le diverse misure delle ore lavorate a livello paese indicano che la crescita delle ore lavorate è stata inferiore a quella dell'occupazione. Tuttavia, non vi sono serie di dati trimestrali ufficiali attualmente disponibili sulle ore lavorate a livello di area dell'euro.

Nel contempo, le misure della crescita dei salari annuali sono rimaste relativamente elevate sino alla fine del 2008, dopo il loro forte incremento all'inizio del 2008 (cfr. figura D). La modesta correzione dei salari osservata sinora è in parte connessa al fatto che la maggior parte dei contratti sono pluriennali e sono stati stipulati prima dell'inizio della contrazione. Una scomposizione delle variazioni dei redditi totali dei lavoratori dipendenti in salari e occupazione evidenzia che, nel quarto trimestre del 2008, la crescita dei redditi per occupato sul periodo corrispondente è rimasta invariata rispetto a quanto registrato nel quarto trimestre del 2007, mentre la crescita dell'occupazione è diminuita di 2 punti percentuali in tale periodo.

**Figura C** Variazioni nell'occupazione a tempo determinato e indeterminato nei paesi dell'area dell'euro

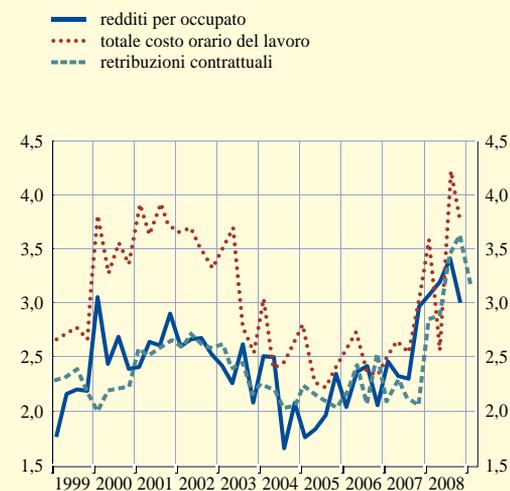
(differenza fra il 2007 e il 2008 come quota della popolazione attiva; punti percentuali)



Fonte: *Labour Force Survey*.

**Figura D** Indicatori del costo del lavoro nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e BCE.

A fronte di salari contrattuali relativamente rigidi, le imprese sembrano avere utilizzato misure alternative per ridurre il costo del lavoro<sup>2)</sup> in particolare dalla fine del 2008. Tali misure includono tagli degli incentivi e di altri bonus che incidono sul salario variabile. Inoltre, per salvaguardare l'occupazione si sono avuti blocchi e tagli dei salari minimi o un posticipo di aumenti salariali precedentemente concordati, spesso in accordo con le parti sociali. Infine, alcuni aumenti salariali hanno assunto la forma di pagamenti *una tantum* o sono stati limitati nei loro importi complessivi.

Il lavoro a breve termine e a tempo parziale sono strumenti efficienti per proteggere parte del capitale umano di un'impresa se il rallentamento congiunturale è di breve durata. Se utilizzati in maniera estesa e per un protratto periodo di tempo, tuttavia, il sostegno finanziario degli interventi pubblici riduce l'incentivo al ricollocamento per imprese e lavoratori. Inoltre nel tempo tali misure generano un forte onere fiscale senza creare incentivi all'investimento che possano favorire una ripresa. Il ricollocamento di lavoratori in diverse imprese e settori è importante al fine di facilitare lo sfruttamento delle opportunità di investimento redditizie che sorgono all'inizio di una ripresa. Nel contempo la futura reintegrazione dei disoccupati nel mercato del lavoro sarebbe facilitata dalle istituzioni che prevedono la mobilità e promuovono l'investimento in formazione e istruzione.

2) Cfr. il confronto delle istituzioni tra paesi in P. du Caju, E. Gautier, D. Momferatou e M. Ward-Warmedinger, *Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the US and Japan*, Working Paper della BCE n. 974, 2008.

### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Il ritmo di crescita dell'attività economica nell'area dell'euro ha continuato a indebolirsi nel corso del primo trimestre del 2009, parallelamente al progressivo deterioramento dell'economia mondiale. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, il prodotto si è contratto del 2,5 per cento sul periodo precedente nell'area, dopo una flessione dell'1,8 per cento nel quarto trimestre del 2008. Questo andamento avrà un forte impatto negativo sul tasso di crescita nel 2009. Più di recente, tuttavia, alcune indagini qualitative hanno evidenziato segnali di miglioramento, pur rimanendo su livelli molto contenuti. In linea con tali riscontri, l'attività, dopo l'estrema debolezza registrata nel primo trimestre, dovrebbe diminuire nella parte restante dell'anno a tassi nettamente meno negativi. Dopo aver attraversato una fase di stabilizzazione, i tassi di crescita trimestrali dovrebbero tornare di segno positivo alla metà del 2010.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, la crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali dovrebbe collocarsi tra -5,1 e -4,1 per cento nel 2009 e tra -1,0 e 0,4 per cento nel 2010. I rischi per queste prospettive sono bilanciati. In senso positivo vi possono essere sviluppi inattesi originati da effetti più forti di quanto anticipato degli ampi stimoli macroeconomici in corso e delle altre misure adottate e anche il clima di fiducia potrebbe migliorare più rapidamente di quanto atteso al momento. In senso opposto, permangono i timori circa i potenziali effetti dei seguenti fattori: un più ampio impatto delle turbolenze finanziarie sui mercati reali, andamenti più sfavorevoli del mercato del lavoro, l'intensificarsi delle pressioni protezionistiche e, infine, eventuali sviluppi avversi nell'economia mondiale derivanti da una correzione disordinata degli squilibri mondiali.

## 5 LA FINANZA PUBBLICA

*Il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche nel 2008 notificato all'Eurostat è stato pari all'1,9 per cento del PIL. Le previsioni economiche della Commissione europea pubblicate nella primavera del 2009 prospettano per questo e il prossimo anno un peggioramento dei conti pubblici rapido, diffuso e superiore alle attese. Tutti i paesi dell'area dell'euro eccetto tre si scosterebbero dal valore di riferimento per il disavanzo del 3 per cento del PIL nel 2009 e nel 2010, e in quest'ultimo anno undici paesi dell'area dell'euro registrerebbero un rapporto fra debito pubblico e PIL superiore al valore di riferimento del 60 per cento. A seguito delle misure di stabilizzazione del settore finanziario, si sono accumulate inoltre ingenti passività potenziali. L'impulso fiscale previsto è attribuibile principalmente al funzionamento degli stabilizzatori automatici di bilancio, a alcune entrate risultate inferiori alle attese e a misure discrezionali di stimolo fiscale in risposta al brusco rallentamento economico, nonché alle tendenze alla crescita connotate alla spesa pubblica. Sarà necessario uno sforzo di aggiustamento ambizioso per assicurare la correzione tempestiva dei disavanzi eccessivi. Occorrerà inoltre formulare e attuare obiettivi di bilancio a medio termine ambiziosi per tutelare la sostenibilità dei conti pubblici.*

### ANDAMENTI DEI CONTI PUBBLICI NEL 2008

Il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro nel 2008 è stato dell'1,9 per cento del PIL, secondo la notifica di bilancio all'Eurostat della primavera 2009, dopo un disavanzo dello 0,6 per cento nel 2007 (cfr. tavola 9). Cinque paesi dell'area dell'euro hanno registrato un disavanzo superiore al 3 per cento del PIL (Irlanda, Grecia, Spagna, Francia e Malta).

Alla riunione del 27 aprile 2009 il Consiglio dell'Unione europea ha avviato la procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti di quattro paesi scostatisi dal valore di riferimento del 3 per cento del PIL nel 2008. A Irlanda, Spagna e Francia è stata accordata una proroga della scadenza per la correzione del disavanzo eccessivo in considerazione della recessione in atto, che secondo la Commissione Europea e il Consiglio costituisce una "circostanza particolare". Le nuove scadenze sono fissate al 2012 per Spagna e Francia e al 2013 per l'Irlanda. Il Consiglio ha avviato altresì una procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti della Grecia, sulla base di un disavanzo eccessivo nel 2007 e nel 2008, fissando al 2010 il termine per la correzione. Il 13 maggio 2009 la Commissione europea ha inoltre adottato la prima misura per avviare una procedura per i disavanzi eccessivi nei

**Tavola 9 Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro**

(in percentuale del PIL)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Variazione totale 2008-10
<b>Amministrazioni pubbliche</b>							
a. Entrate totali	44,8	45,3	45,4	44,7	44,8	44,4	-0,3
b. Spese totali	47,3	46,6	46,1	46,6	50,1	51,0	4,3
Saldo di bilancio (a - b)	-2,5	-1,3	-0,6	-1,9	-5,3	-6,5	-4,6
Saldo primario	0,4	1,6	2,3	1,1	-2,3	-3,3	-4,4
<b>Contributo al saldo di bilancio</b>							
Componente ciclica	0,0	0,7	1,2	1,0	-1,4	-1,8	-2,8
Spese per interessi	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0	3,2	0,2
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-2,5	-1,9	-1,9	-2,9	-3,9	-4,7	-1,9
Saldo primario corretto per gli effetti del ciclo	0,4	0,9	1,1	0,1	-0,9	-1,5	-1,6
Saldo strutturale	-2,7	-2,0	-1,8	-2,8	-3,9	-4,7	-1,9
Debito lordo	70,0	68,3	66,0	69,3	77,7	83,8	14,5
<i>Per memoria: PIL in termini reali</i> (variazione percentuale)	1,7	2,9	2,7	0,8	-4,0	-0,1	

Fonti: esercizio previsivo della primavera 2009 della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

confronti di Malta. Tale misura era già stata assunta sulla base della notifica dell'autunno 2008, ma alla procedura non era stato dato seguito poiché il superamento del valore di riferimento per il disavanzo era stato considerato modesto e temporaneo. Nella notifica della primavera 2009, però, il disavanzo di Malta per il 2008 è stato rivisto al rialzo al 4,7 per cento del PIL.

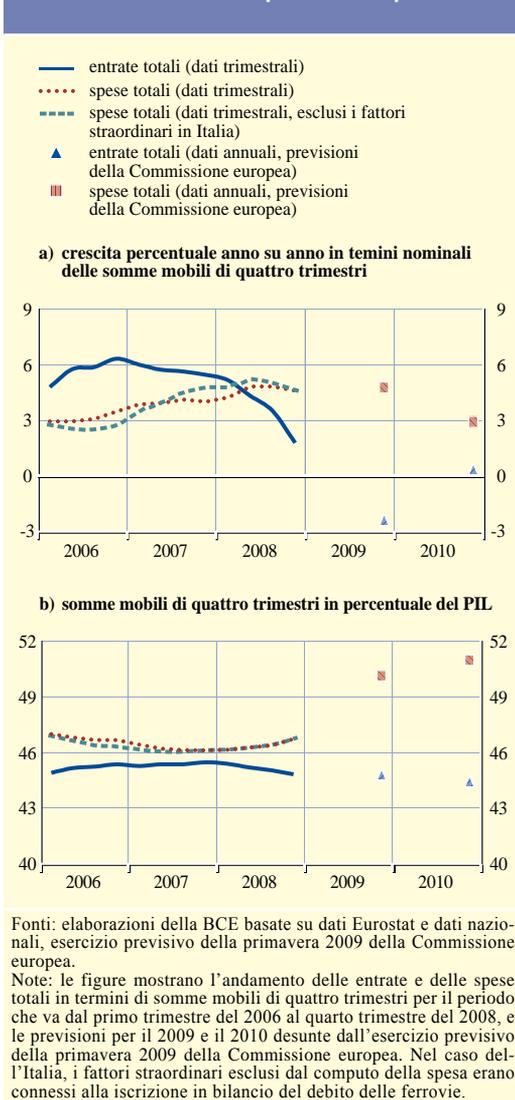
Il debito delle Amministrazioni pubbliche per l'area dell'euro si è collocato al 69,3 per cento del PIL nel 2008, contro il 66 per cento del 2007. L'aumento del debito è stato finanziato soprattutto mediante strumenti di debito a breve termine. Otto paesi dell'area dell'euro su sedici hanno notificato rapporti fra debito pubblico e PIL superiori al valore di riferimento del 60 per cento. Incrementi particolarmente marcati dell'indebitamento pubblico sono stati registrati in Irlanda, Paesi Bassi, Lussemburgo e Belgio, dove si sono avuti significative discrepanze disavanzo-debito a causa delle misure di stabilizzazione dei mercati finanziari. Poiché l'Eurostat non ha ancora pubblicato una decisione su varie questioni relative alla rilevazione statistica degli interventi adottati dai governi durante la crisi finanziaria, non si possono escludere future revisioni ai dati su disavanzo e debito.

### PROSPETTIVE PER LA FINANZA PUBBLICA PER IL 2009 E IL 2010

Le prospettive per le finanze pubbliche nell'area dell'euro sono cattive. Secondo le previsioni economiche della primavera 2009 pubblicate dalla Commissione, il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro aumenterà al 5,3 per cento del PIL nel 2009 e al 6,5 per cento nel 2010 (cfr. tavola 9). Solo tre paesi dell'area dell'euro (Cipro, Lussemburgo e Finlandia) non supererebbero il valore di riferimento del 3 per cento del PIL nel 2009 e nel 2010. L'aumento previsto dei disavanzi è determinato dal peggioramento del contesto macroeconomico (attraverso il funzionamento degli stabilizzatori automatici di bilancio e l'andamento di alcune entrate risultate inferiori alle attese), dalle misure discrezionali di stimolo fiscale in risposta al brusco rallentamento economico (che ammontano a quasi il 2 per cento del PIL in termini cumulati in due anni), nonché dalle tendenze alla crescita connaturate alla spesa pubblica. Dell'impulso di bilancio complessivo nell'area dell'euro pari al 4,6 per cento del PIL nel 2009 e nel 2010 (che corrisponde alla variazione del saldo di bilancio in questo periodo) incluse nelle previsioni della Commissione, 2,8 punti percentuali sono attribuibili alla componente ciclica, ossia all'impatto degli andamenti macroeconomici.

Secondo le previsioni della Commissione, la diminuzione della crescita delle entrate nominali nell'area dell'euro, che emerge dai dati trime-

Figura 53 Area dell'euro: statistiche trimestrali sui conti pubblici e previsioni



strali disponibili sulle finanze pubbliche fino alla fine del 2008, si protrarrebbe (cfr. figura 53a). Le entrate si ridurrebbero di quasi il 3 per cento quest'anno, per poi stabilizzarsi nel 2010. Si prevede che la spesa nominale continui ad aumentare nel 2009 pressoché al medesimo tasso del 2008, mentre l'incremento diminuirebbe al 3 per cento circa nel 2010. La perdurante crescita della spesa, associata alla contrazione del PIL in termini nominali nel 2009, determinerebbe secondo le proiezioni un marcato incremento del rapporto uscite/PIL dell'area dell'euro dal 46,6 per cento del PIL nel 2008 al 51,0 per cento nel 2010 (cfr. figura 53b).

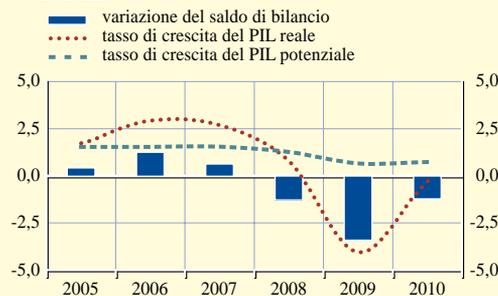
Quanto alle componenti sottostanti all'incremento del disavanzo previsto, l'attuale brusco rallentamento economico complica il calcolo del tasso di crescita potenziale, accentuando le note difficoltà di valutare il contributo del ciclo economico al peggioramento dei conti pubblici. Si ritiene che il deterioramento dei bilanci previsto nell'area dell'euro sia sospinto prevalentemente dall'ampio disavanzo primario, mentre gli accresciuti esborsi per interessi contribuirebbero solo in misura contenuta (cfr. figure 54a e 54b). Il peggioramento del saldo primario nel 2009 è ascrivibile, innanzitutto, al consistente contributo negativo del ciclo economico, mentre nel 2010 si prevede che l'allentamento delle politiche di bilancio rivesta una maggiore importanza relativa (cfr. figura 54c).

A seguito degli elevati disavanzi (primari), della necessità di finanziare immissioni di capitale e acquisti di attività a sostegno delle istituzioni finanziarie, nonché delle previsioni di tassi di crescita del PIL in termini reali negativi nel 2009 e nel 2010, ci si attende che il rapporto fra debito delle Amministrazioni pubbliche e PIL dell'area dell'euro aumenti dal 69,3 per cento del PIL del 2008

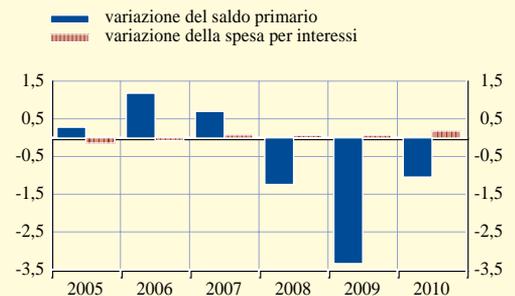
**Figura 54 Determinanti degli andamenti di bilancio nell'area dell'euro**

(in punti percentuali del PIL; variazioni percentuali)

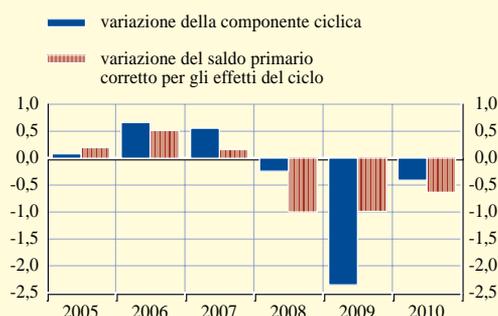
**a) Tasso di crescita del PIL reale e variazioni annue del saldo di bilancio**



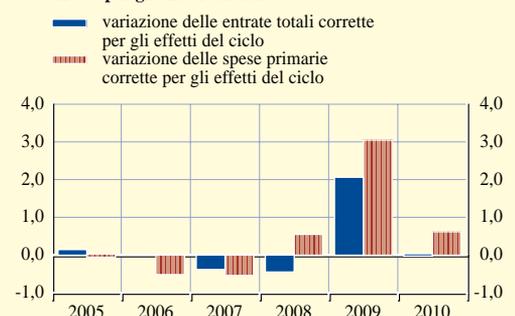
**b) Variazioni annue delle determinanti del saldo di bilancio**



**c) Variazioni annue delle determinanti del saldo primario**



**d) Variazioni annue delle determinanti del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo**



Fonti: Commissione Europea (*Economic forecasts*, primavera 2009) ed elaborazioni della BCE.

all'83,8 per cento nel 2010. Tale rapporto aumenterebbe in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro, evidenziando incrementi particolarmente sostenuti in Irlanda e Spagna. Si prevede che nel 2010 undici paesi dell'area dell'euro registrino un rapporto debito pubblico/PIL superiore al valore di riferimento del 60 per cento, ossia tre paesi in più rispetto al 2008. In tre paesi (Belgio, Grecia e Italia) tale rapporto sarebbe superiore al 100 per cento del PIL nel 2010.

## VALUTAZIONE

Le prospettive per la finanza pubblica mostrano un rapido e preoccupante incremento del disavanzo e del debito delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL nell'area dell'euro nel periodo dal 2008 al 2010. Le misure discrezionali adottate nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro in risposta al rallentamento economico, gli stabilizzatori automatici di bilancio, l'andamento di alcune entrate risultate inferiori alle attese e le tendenze alla crescita connaturate alla spesa pubblica sono le principali determinanti all'origine del deterioramento generalizzato dei conti pubblici. Sebbene tutti questi fattori offrano un importante sostegno di bilancio all'economia, il previsto aumento dei disavanzi e del debito rischia gravemente di minare la fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche. Qualunque ulteriore misura di stimolo fiscale, quindi, potrebbe anche essere controproducente ai fini della crescita economica al livello dell'area dell'euro. Sul ruolo delle politiche di bilancio discrezionali e della stabilizzazione automatica in periodi di incertezza economica cfr. il riquadro *Politiche di bilancio discrezionali, stabilizzazione automatica e incertezza economica* nel numero di giugno 2008 di questo Bollettino.

Sebbene finora l'impatto delle misure di sostegno al settore finanziario sulle finanze pubbliche al livello dell'area dell'euro sia stato contenuto, possono ancora emergere considerevoli oneri. A oggi, l'aumento cumulato nel 2008 e nel 2009 del rapporto debito/PIL dell'area dell'euro, per effetto delle immissioni di capitale e degli acquisti di attività a sostegno del settore finanziario, ammonta al 3,1 per cento del PIL. In prospettiva, il rischio di un ulteriore aumento del rapporto debito/PIL non può essere escluso alla luce della possibilità che si renda necessario fornire ulteriore sostegno al settore bancario o che siano effettivamente utilizzate le garanzie pubbliche. Anche un periodo prolungato di crescita economica contenuta eserciterebbe un impatto negativo sul rapporto debito/PIL. D'altro canto, i costi di bilancio del sostegno al settore finanziario potrebbero essere in parte compensati da commissioni, dividendi e interessi corrisposti ai governi in cambio di tale sostegno. Nel medio termine, i costi di bilancio netti dipenderanno anche dai proventi della vendita da parte dei governi delle attività del settore finanziario acquistate. Il valore futuro di queste attività, tuttavia, è soggetto a notevole incertezza.

A causa del rapido peggioramento previsto delle finanze pubbliche occorrerà uno sforzo ambizioso e credibile di aggiustamento, finalizzato alla correzione più sollecita possibile dei disavanzi eccessivi. Tali misure di risanamento rafforzeranno la fiducia nella sostenibilità dei conti pubblici e sosterranno quindi la crescita del prodotto. La riduzione dei disavanzi dovrebbe essere agevolata dal fatto che le misure di stimolo erano prospettate come temporanee e, quindi, dovrebbero estinguersi automaticamente oppure essere invertite nei prossimi anni. Il marcato incremento del rapporto fra spesa pubblica e PIL indica tuttavia che i paesi dell'area dell'euro dovrebbero rafforzare il controllo sulle uscite al fine di assicurare il ritorno a solide posizioni di bilancio, soprattutto se la crescita del prodotto dovesse mantenersi modesta per un periodo di tempo prolungato. Inoltre, il notevole incremento previsto del rapporto debito pubblico/PIL e l'ingente ammontare delle passività potenziali in essere sotto forma di garanzie statali e altri impegni a sostegno dei settori finanziari nazionali richiedono un'attenzione particolare da parte delle autorità. Gli sforzi per far fronte alla necessità di contenimento della spesa e di riduzione del debito hanno più probabilità di successo se sostenuti da istituzioni di bilancio nazionali forti e da una normativa credibile, accuratamente studiata e definita sul medio periodo.

Per assicurare la fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche è essenziale preservare l'integrità del quadro di riferimento dell'UE per i conti pubblici basato su regole. In considerazione dei risultati di bilancio del 2008 e delle preoccupanti prospettive per i conti pubblici, è stata avviata la procedura per i disavanzi eccessivi per i paesi che si sono scostati dal valore di riferimento del 3 per cento del PIL, in linea con le disposizioni del Patto di stabilità e crescita. Nel formulare le raccomandazioni per la correzione dei disavanzi eccessivi è opportuno prendere in considerazione la netta contrazione del prodotto a seguito della crisi finanziaria globale e l'entità dell'aggiustamento richiesto al fine di stabilire se circostanze particolari possano esigere scadenze in qualche misura più lunghe del consueto. S'impone tuttavia un approccio prudente per non ritardare indebitamente il risanamento dei conti pubblici qualora la crescita del prodotto dovesse rimanere contenuta per un periodo di tempo prolungato e la sostenibilità delle finanze pubbliche ne risultasse compromessa. In alcuni paesi dell'area dell'euro occorre un risanamento sollecito e incisivo delle finanze pubbliche.

Un ritorno a solide posizioni di bilancio quanto più celere possibile è tanto più necessario per prepararsi ad affrontare i costi per le finanze pubbliche dell'invecchiamento della popolazione. Il 5 maggio 2009 il Consiglio Ecofin ha approvato la versione aggiornata delle proiezioni di lungo periodo della spesa pubblica connessa all'invecchiamento demografico (cfr. riquadro 7). Il Consiglio ha altresì annunciato che avrebbe fissato in tempo per il prossimo aggiornamento dei programmi di stabilità e di convergenza degli Stati membri una nuova formula di misurazione dell'adeguatezza degli obiettivi di bilancio a medio termine, che tenga in considerazione le passività implicite dello Stato derivanti dall'invecchiamento demografico. In linea di principio, gli obiettivi di bilancio a medio termine hanno un triplice scopo. In primo luogo, dovrebbero offrire un margine di sicurezza sufficiente per quanto concerne il valore di riferimento del 3 per cento del PIL per il disavanzo pubblico. In secondo luogo, dovrebbero assicurare un rapido progresso verso la sostenibilità dei conti pubblici. Infine, dovrebbero essere tali da consentire sufficienti margini di manovra nell'utilizzo delle politiche di bilancio. La nuova formula per la determinazione degli obiettivi di bilancio a medio termine dovrebbe essere trasparente per agevolare un raffronto diretto fra Stati membri, e i nuovi obiettivi di bilancio a medio termine specifici per paese che ne discendono dovranno anche essere sufficientemente ambiziosi per conseguire gli scopi menzionati tenendo conto nel contempo dei costi per le finanze pubbliche derivanti dall'invecchiamento della popolazione.

#### Riquadro 7

### **IL RAPPORTO DEL 2009 SULL'INVECCHIAMENTO DELLA POPOLAZIONE: AGGIORNAMENTO DELLE PROIEZIONI PER LA SPESA PUBBLICA CONNESSA ALL'EVOLUZIONE DEMOGRAFICA**

In aprile è stato pubblicato il rapporto del 2009 sull'invecchiamento della popolazione (*2009 Ageing Report*), elaborato dalla Commissione europea e dal gruppo di lavoro sugli effetti dell'invecchiamento del Comitato di politica economica dell'UE<sup>1)</sup>. Sulla base delle più recenti prospettive demografiche pubblicate dall'Eurostat nel 2008, il rapporto comprende un aggiornamento delle proiezioni del 2006 riguardanti la spesa pubblica connessa all'invecchiamento della popolazione nei 27 Stati membri dell'UE per il periodo 2007-2060. Il presente riquadro analizza brevemente e valuta i risultati delle proiezioni (basate su uno scenario "in assenza di variazioni delle politiche economiche"), incentrandosi sui paesi dell'area dell'euro.

1) Cfr. Commissione europea e Comitato di politica economica (2009), "The 2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060)", *European Economy*, 2/2009, Bruxelles.

### Si prevede un incremento significativo della spesa pubblica totale connessa all'evoluzione demografica della popolazione fino al 2060

La tavola sottostante riepiloga i risultati delle proiezioni per la spesa pubblica totale connessa all'evoluzione demografica per i paesi dell'area dell'euro in percentuale al PIL nel periodo 2007-2060, che comprende la spesa pubblica per pensioni, assistenza sanitaria, cure a lungo termine, sussidi di disoccupazione e istruzione. Per l'area dell'euro nel suo complesso, il rapporto fra spesa pubblica complessiva connessa all'invecchiamento della popolazione e PIL aumenterebbe di 5,2 punti percentuali nell'orizzonte di proiezione. Tale aumento del rapporto riflette, principalmente, un aumento della spesa pensionistica e, in misura minore, gli aumenti della spesa per l'assistenza sanitaria e le cure a lungo termine, mentre quella per i sussidi di disoccupazione e istruzione evidenzerebbe una diminuzione marginale. In base a queste proiezioni, la variazione del rapporto fra spesa totale connessa all'evoluzione demografica e PIL nel periodo 2007-2060 registrerebbe notevoli differenze fra i paesi dell'area dell'euro, passando da 18 punti percentuali del Lussemburgo e da 15,9 della Grecia a 1,6 dell'Italia. Le proiezioni mostrano che la quota più ampia della spesa pubblica connessa all'invecchiamento della popolazione riguarda le pensioni, voce che tuttavia evolverebbe in maniera molto eterogenea fra i paesi. Tutti gli Stati membri registrerebbero un aumento del rapporto tra spesa per assistenza sanitaria e PIL: quello più elevato avrebbe luogo a Malta (3,3 punti percentuali) e quello più modesto a Cipro (0,6 punti percentuali). La spesa pubblica per le cure a lungo termine dovrebbe aumentare in tutti i paesi dell'area dell'euro, ad eccezione di Cipro, dove resterebbe invariata. Infine, per la maggioranza dei paesi dell'area dell'euro, la spesa pubblica per istruzione e sussidi di disoccupazione in rapporto al PIL si ridurrebbe lievemente o rimarrebbe invariata.

Rispetto all'ultimo esercizio previsivo finalizzato nel 2006, per 12 Stati membri dell'area dell'euro la spesa pubblica per le pensioni aumenterebbe in misura più sostenuta di quanto previsto

#### Spesa pubblica connessa all'invecchiamento della popolazione in rapporto al PIL nel periodo 2007-2060

(in percentuale del PIL; variazioni in punti percentuali)

	Pensioni		Sanità		Lungo-degenza		Indennità di disoccupazione		Istruzione		Totale
	Livello 2007	Variazione 2007-60	Livello 2007	Variazione 2007-60	Livello 2007	Variazione 2007-60	Livello 2007	Variazione 2007-60	Livello 2007	Variazione 2007-60	Variazione 2007-60
Belgio	10,0	4,8	7,6	1,2	1,5	1,4	1,9	-0,4	5,5	0,0	6,9
Germania	10,4	2,3	7,4	1,8	0,9	1,4	0,9	-0,3	3,9	-0,4	4,8
Irlanda	5,2	6,1	5,8	1,8	0,8	1,3	0,8	0,1	4,5	-0,3	8,9
Grecia	11,7	12,4	5,0	1,4	1,4	2,2	0,3	-0,1	3,7	0,0	15,9
Spagna	8,4	6,7	5,5	1,6	0,5	0,9	1,3	-0,4	3,5	0,1	9,0
Francia	13,0	1,0	8,1	1,2	1,4	0,8	1,2	-0,3	4,7	0,0	2,7
Italia	14,0	-0,4	5,9	1,1	1,7	1,3	0,4	0,0	4,1	-0,3	1,6
Cipro	6,3	11,4	2,7	0,6	0,0	0,0	0,3	-0,1	6,1	-1,2	10,8
Lussemburgo	8,7	15,2	5,8	1,2	1,4	2,0	0,4	0,0	3,8	-0,5	18,0
Malta	7,2	6,2	4,7	3,3	1,0	1,6	0,4	0,0	5,0	-1,0	10,2
Paesi Bassi	6,6	4,0	4,8	1,0	3,4	4,7	1,1	-0,1	4,6	-0,2	9,4
Austria	12,8	0,9	6,5	1,5	1,3	1,2	0,7	0,0	4,8	-0,5	3,1
Portogallo	11,4	2,1	7,2	1,9	0,1	0,1	1,2	-0,4	4,6	-0,3	3,4
Slovenia	9,9	8,8	6,6	1,9	1,1	1,8	0,2	0,0	5,1	0,4	12,8
Slovacchia	6,8	3,4	5,0	2,3	0,2	0,4	0,1	-0,1	3,1	-0,8	5,2
Finlandia	10,0	3,3	5,5	1,0	1,8	2,6	1,2	-0,2	5,7	-0,3	6,3
Area dell'euro	11,1	2,8	6,7	1,4	1,3	1,4	1,0	-0,2	4,2	-0,2	5,2

Fonte: The 2009 Ageing Report.

in precedenza. Al contrario, per quattro Stati membri dell'area dell'euro sono state apportate revisioni al ribasso alla proiezione. I motivi di tali modifiche sono diversi fra i paesi, spaziando dalle prospettive demografiche e dalle ipotesi macroeconomiche di fondo alle riforme strutturali che incidono sulla spesa pubblica connessa all'invecchiamento della popolazione. Per la Grecia nel 2006 non erano disponibili proiezioni relative alla spesa pensionistica.

### **La grave recessione economica potrebbe innalzare ulteriormente i costi per le finanze pubbliche connessi all'invecchiamento demografico**

Lo scenario macroeconomico sottostante alle proiezioni dei costi dovuti all'invecchiamento demografico è stato finalizzato nel 2008 e quindi non comprende l'impatto del recente rallentamento dell'economia. Per tener conto degli effetti potenziali della grave recessione economica sui costi imputabili all'invecchiamento demografico sono stati considerati due tipi di shock negativi. In primo luogo, sono stati simulati shock negativi temporanei in due scenari alternativi: uno di "ripresa a rimbalzo" e uno da "decennio perso". Questi scenari comportano due ipotesi diverse relative alla durata dello shock temporaneo. Quello piuttosto ottimistico di "ripresa a rimbalzo" prevede che l'economia europea recuperi rapidamente terreno e che entro il 2020 sia ritornata al livello del PIL precedente alla crisi. Quello da "decennio perso" ipotizza che si impieghi fino al 2020 per tornare ai tassi di crescita in termini reali (ma non al livello del PIL) fissati nello scenario di base. In secondo luogo, nello scenario peggiore, si simula uno shock (negativo) permanente al potenziale di crescita delle economie dell'UE<sup>2)</sup>. Ciò presuppone che l'attuale rallentamento porti a un tasso di disoccupazione permanentemente più elevato e a un tasso di crescita della produttività del lavoro permanentemente più contenuto rispetto allo scenario di base. Sempre a fronte di quest'ultimo, nello scenario di "rimbalzo", non vi sarebbe alcun impatto aggiuntivo significativo sui costi totali per l'invecchiamento demografico. Tuttavia, secondo lo scenario del "decennio perso", i costi complessivi dovuti all'invecchiamento della popolazione per gli Stati membri dell'area dell'euro aumenterebbero di ulteriori 0,9 punti percentuali del PIL nel periodo 2007-2060. A loro volta, secondo lo "scenario di shock (negativo) permanente", questi salgono di altri 1,8 punti percentuali. Gli scenari mostrano pertanto che prendendo in considerazione il rallentamento economico le proiezioni per i costi di bilancio dell'evoluzione demografica nel periodo 2007-2060 potrebbero aumentare del 15-35 per cento.

### **Una forte necessità di riforme strutturali e risanamento dei conti pubblici**

Il rapporto 2009 sull'invecchiamento della popolazione fornisce, in modo unico, informazioni comparabili in particolare sui sistemi pensionistici dei 27 Stati membri, evidenziando l'urgenza di riforme strutturali nell'ambito del sistema pensionistico e di quello sanitario. Ciò nonostante, vi sono motivi di ritenere che le proiezioni di base per la spesa pubblica connessa all'evoluzione demografica fornite nel rapporto 2009 sull'invecchiamento della popolazione sottostimino i costi effettivi derivanti dal fenomeno osservato. Innanzitutto, le proiezioni relative ai costi per l'assistenza sanitaria nello scenario di base ipotizzano un'elasticità al reddito pari solo a 1,1, valore che secondo le evidenze empiriche potrebbe sottostimare l'impatto in futuro della crescente domanda di miglioramenti tecnologici ad elevato costo. In secondo luogo, le proiezioni per la spesa pubblica per cure a lungo termine potrebbero sottostimare l'impatto di uno spostamento dalle cure informali a quelle formali, soprattutto in molti nuovi Stati membri dell'UE che offrono

2) Lo scenario di base presuppone che il tasso medio annuo di crescita potenziale del PIL nell'area dell'euro scenda dal 2,1 per cento nel periodo 2007-2020 all'1,7 per cento nel periodo 2021-2030 e all'1,3 per cento nel periodo 2041-2060, per effetto soprattutto di un impatto avverso dell'evoluzione demografica.

attualmente solo una quantità limitata di cure a lungo termine formali. In terzo luogo, come osservato in precedenza, il fatto di prendere in considerazione il rallentamento economico potrebbe accrescere considerevolmente le proiezioni di base per i costi di bilancio connessi all'invecchiamento demografico perché, fra l'altro, la crescita potenziale potrebbe essere inferiore a quanto ipotizzato nelle proiezioni.

Una sottostima dei costi per le finanze pubbliche indotti dall'invecchiamento demografico è problematica per due ragioni. In primo luogo, sottostima i rischi per la sostenibilità dei conti pubblici e quindi la necessità di riforme strutturali e di un risanamento di bilancio. In secondo luogo, è problematica perché nel quadro del Patto di stabilità e crescita queste proiezioni assumono un'importanza crescente, in quanto saranno riprese nella determinazione degli obiettivi di bilancio di medio termine (OMT) dei paesi, che quindi potrebbero mostrare la tendenza a non essere sufficientemente severi.

Dati i rischi considerevoli e crescenti per la sostenibilità dei conti pubblici in numerosi paesi dell'area dell'euro allo stato attuale, è indispensabile che i paesi fissino OMT sufficientemente rigorosi e adottino un percorso credibile verso solide posizioni di bilancio. Allo stesso tempo, l'attuazione della strategia tripartita, decisa dal Consiglio europeo di Stoccolma del 2001 per far fronte alle sfide economiche e di bilancio poste dall'invecchiamento della popolazione, è diventata quanto mai impellente, comprendendo: (1) la riduzione del debito pubblico a un ritmo sostenuto; (2) l'aumento dei tassi di occupazione e della produttività; (3) la riforma dei sistemi pensionistici, sanitari e di cure a lungo termine.

## 6 PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA

*Sulla base delle informazioni disponibili al 22 maggio 2009, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1)</sup>. Di riflesso alle sfavorevoli prospettive per la crescita mondiale e la domanda interna, il tasso annuo di variazione del PIL in termini reali si collocherebbe in media in un intervallo compreso tra il -5,1 e il -4,1 per cento nel 2009; con il miglioramento delle condizioni economiche sia interne che su scala mondiale, nel 2010 l'espansione del prodotto si porterebbe tra il -1,0 e lo 0,4 per cento. L'inflazione sarebbe frenata dal rallentamento dell'attività economica e, nel prossimo periodo, da effetti base derivanti dai prezzi delle materie prime. Il tasso di incremento dello IAPC complessivo si situerebbe in media allo 0,1-0,5 per cento nel 2009 e allo 0,6-1,4 l'anno seguente.*

### Riquadro 8

#### IPOTESI TECNICHE RIGUARDANTI I TASSI DI INTERESSE, I TASSI DI CAMBIO, I PREZZI DELLE MATERIE PRIME E LE POLITICHE DI BILANCIO

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime energetiche e non energetiche sono basate sulle aspettative di mercato al 13 maggio 2009<sup>1)</sup>. I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a tre mesi; le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Tale metodologia implica che i tassi di interesse a breve termine si mantengano essenzialmente stabili, attorno all'1,2 per cento, tra il secondo e il quarto trimestre di quest'anno; nel 2010 dovrebbero aumentare in media all'1,6 per cento. Le aspettative sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano un lieve incremento, da una media del 4,2 per cento nel 2009 al 4,6 per cento nel 2010. Lo scenario di base delineato dalle proiezioni tiene conto delle attuali condizioni di finanziamento restrittive, ma incorpora anche l'ipotesi che i differenziali dei tassi sui prestiti bancari rispetto ai tassi menzionati si riducano in qualche misura nell'orizzonte temporale di riferimento. Del pari, i criteri di erogazione del credito dovrebbero gradualmente allentarsi dai livelli attuali nel periodo considerato. Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 13 maggio, si assume che le quotazioni del petrolio siano pari in media a 54,5 dollari al barile nel 2009 e a 65,5 l'anno seguente. I prezzi internazionali degli alimentari registrerebbero una flessione del 10,9 per cento nel 2009 e un nuovo incremento nel 2010. I corsi espressi in dollari delle altre materie prime (non energetiche e non alimentari) dovrebbero diminuire significativamente nel 2009, del 24,7 per cento, e aumentare del 9,2 per cento nel 2010.

1) Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e degli alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del 2010; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al secondo trimestre del 2010 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

1) Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, elaborate congiuntamente dai servizi della BCE e delle BCN dell'area dell'euro, rappresentano un contributo fornito con cadenza semestrale alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Ulteriori informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono contenute in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001 e consultabile nel relativo sito Internet. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati sono presentati come intervalli di valori. Sulla base del modello, per ciascuna variabile e ciascun orizzonte temporale, le possibili realizzazioni cadono all'interno dell'intervallo con il 75 per cento di probabilità. La metodologia adottata è illustrata in *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel settembre 2008 e disponibile nel relativo sito Internet. Tenuto conto delle circostanze economiche e finanziarie eccezionali, l'incertezza che circonda le proiezioni risulta al momento più elevata.

Viene inoltre formulata l'ipotesi tecnica secondo cui i tassi di cambio bilaterali si mantengano invariati nell'orizzonte di proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 13 maggio. Tale ipotesi implica che il cambio euro/dollaro si collochi a 1,33 nel 2009 e a 1,34 l'anno seguente e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti nella media del 2009 inferiore dello 0,6 per cento rispetto a quella del 2008 e nel 2010 superiore dello 0,1 per cento rispetto alla media del 2009.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 13 maggio e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali, o che sono state definite in dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'iter legislativo.

## IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Le prospettive per l'economia mondiale continuano a risentire della crisi finanziaria. Il commercio internazionale ha subito un crollo senza precedenti verso la fine del 2008 e agli inizi del 2009. Il rallentamento economico si è potuto osservare parallelamente in molti paesi, poiché la contrazione del commercio internazionale ha amplificato i primi effetti avversi delle turbolenze finanziarie. Tuttavia, gli indicatori di breve periodo avrebbero raggiunto nell'insieme il punto minimo negli ultimi mesi e, secondo le proiezioni, l'attività economica mondiale tornerebbe a crescere sul finire del 2009. Nondimeno, di riflesso alla diffusa necessità di risanamento dei bilanci, la crescita mondiale seguirebbe a ristagnare nell'orizzonte temporale considerato. Nel complesso, le proiezioni indicano che il PIL mondiale in termini reali all'esterno dell'area dell'euro si ridurrà in media dell'1,6 per cento nel 2009, ma aumenterà del 2,1 per cento nel 2010. L'espansione della domanda nei mercati di esportazione dell'area dovrebbe pertanto contrarsi del 13,0 per cento nel 2009, per poi risalire all'1,0 per cento l'anno seguente.

## PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

L'economia dell'area dell'euro ha risentito degli effetti avversi della debolezza dell'attività mondiale, del calo di fiducia e di condizioni finanziarie restrittive. In base alla stima rapida dell'Eurostat, il PIL dell'area dell'euro in termini reali si è ridotto del 2,5 per cento nel primo trimestre del 2009; questo dato, insieme alla crescita negativa degli ultimi tre trimestri del 2008, ha esercitato un forte impatto automatico negativo, dell'ordine di -4 punti percentuali, sul tasso annuo di espansione del prodotto per il 2009. La diminuzione del PIL dell'area dell'euro rispecchia la brusca flessione delle esportazioni derivante dal crollo del commercio mondiale. La repentina contrazione delle esportazioni, unitamente al basso livello di fiducia e ai vincoli finanziari, ha determinato anche un consistente ridimensionamento degli investimenti delle imprese, mentre il decumulo delle scorte ha inciso negativamente sulla crescita. In linea con il recente stabilizzarsi degli indicatori basati sulle indagini congiunturali, secondo i quali l'espansione economica trimestrale avrebbe raggiunto il minimo ciclico agli inizi del 2009, il tasso di variazione dell'attività dovrebbe risultare molto meno negativo nella parte restante dell'anno rispetto a quanto osservato ultimamente. Dopo una fase di stabilizzazione, il tasso di crescita sul periodo precedente dovrebbe portarsi su livelli positivi entro la metà del 2010. Questa dinamica riflette il continuo miglioramento previsto per le condizioni economiche sia interne che su scala mondiale, in un contesto di normalizzazione dei mercati finanziari e di ripresa della fiducia, grazie anche alle politiche di sostegno macroeconomiche. In base alle proiezioni, il tasso di crescita del PIL in termini reali si collocherebbe in media d'anno fra il -5,1 e il -4,1 per cento nel 2009, per poi risalire fra il -1,0 e lo 0,4 per cento nel 2010.

Più in dettaglio, tra le componenti interne del PIL, gli investimenti totali dovrebbero ridursi, con una correzione verso il basso soprattutto nel 2009, mentre l'anno seguente il tasso di variazione

risulterebbe sempre meno negativo. Gli investimenti privati esclusi quelli nell'edilizia residenziale registrerebbero una flessione, dovuta in particolare alla debole domanda esterna, all'utilizzo eccezionalmente basso della capacità produttiva e alla diminuzione dei profitti. Anche le proiezioni sugli investimenti in edilizia residenziale rispecchiano gli aggiustamenti in atto dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi. In linea con le misure di stimolo fiscale annunciate in diversi paesi dell'area dell'euro, si ipotizza che gli investimenti pubblici in termini reali aumentino considerevolmente nel 2009, per poi rallentare l'anno seguente.

La crescita dei consumi privati risulterebbe altresì contenuta nel prossimo futuro, ma in misura assai inferiore rispetto ad altre componenti della domanda. Questa evoluzione rispecchia in gran parte la dinamica del reddito disponibile reale, che secondo le proiezioni si manterrebbe nel complesso praticamente stabile nell'orizzonte temporale di riferimento. In tutto il periodo in esame, segnatamente nel 2009, dovrebbe risentire negativamente del calo dell'occupazione, tuttavia sarebbe sostenuto dal basso livello di inflazione e dalle misure di stimolo fiscale attuate in alcuni paesi dell'area dell'euro, volte a favorire i trasferimenti e a ridurre l'imposizione. Per l'intero arco temporale considerato si ipotizza che i consumi privati aumentino a un ritmo in qualche modo inferiore a quello del reddito, poiché il risparmio precauzionale rimarrebbe elevato in un contesto di forte incertezza economica, incremento della disoccupazione e calo della ricchezza delle famiglie, dovuto soprattutto alla moderazione dei prezzi delle abitazioni.

Le proiezioni indicano che le esportazioni dell'area dell'euro mostreranno una netta contrazione nel primo semestre del 2009, riconducibile al protratto calo della domanda esterna. Successivamente, a seguito dell'atteso recupero della domanda mondiale, il tasso di variazione delle esportazioni dovrebbe progressivamente registrare valori positivi. Analogamente, le importazioni dell'area dell'euro dovrebbero ridursi nel 2009, sopravanzando l'attesa diminuzione della domanda interna, per poi segnare una ripresa l'anno seguente con l'incremento della domanda finale. Dato che l'atteso calo delle esportazioni supera la riduzione delle importazioni, il contributo dell'interscambio netto alla diminuzione del PIL sarà considerevole nel 2009, mentre nel 2010 risulterà sostanzialmente nullo.

Di riflesso alle proiezioni per l'attività economica, le ore totali lavorate nell'area dell'euro dovrebbero diminuire in tutto il periodo considerato. Inizialmente l'aggiustamento si manifesterebbe soprattutto attraverso una riduzione delle ore pro capite, ma ci si attende che incida in misura crescente sul numero degli occupati. Anche la domanda di lavoro dovrebbe essere frenata dal-

**Tavola 10 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro**

(variazioni percentuali; medie annue) <sup>1), 2)</sup>

	2008	2009	2010
IAPC	3,3	0,1-0,5	0,6-1,4
PIL in termini reali	0,6	-5,1--4,1	-1,0-0,4
Consumi privati	0,3	-1,3--0,5	-1,1-0,3
Consumi collettivi	2,0	1,4-2,0	0,9-1,7
Investimenti fissi lordi	-0,3	-12,3--10,1	-6,1--2,1
Esportazioni (beni e servizi)	0,8	-16,6--14,0	-2,0-1,0
Importazioni (beni e servizi)	0,9	-13,8--11,2	-3,0-1,4

1) Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti tengono conto dei dati corretti per il numero di giornate lavorative; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni comprendono l'interscambio nell'area dell'euro.

2) I dati includono la Slovacchia già nel 2008, ad eccezione di quelli sullo IAPC che comprendono la Slovacchia soltanto dal 2009. Le variazioni percentuali annue per il 2009 sono calcolate sulla base di una composizione dell'area che include la Slovacchia sia nel 2008 sia nel 2009.

la tipica vischiosità dei salari in un contesto di brusca contrazione dell'attività. In linea con le proiezioni sull'occupazione, il tasso di disoccupazione dovrebbe aumentare nell'arco temporale di riferimento.

### PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI

Dopo il repentino calo osservato da metà del 2008, il tasso di inflazione misurato sullo IAPC dovrebbe continuare a ridursi fino a metà del 2009, per raggiungere temporaneamente livelli inferiori allo zero nell'estate e nell'autunno dello stesso anno e tornare ad aumentare successivamente. L'andamento di breve periodo è ascrivibile in prevalenza al forte impatto al ribasso esercitato dagli effetti base e alle passate diminuzioni dei prezzi delle materie prime. Il tasso di inflazione si collocherebbe, in media d'anno, in un intervallo dello 0,1-0,5 per cento nel 2009, per poi risalire allo 0,6-1,4 per cento nel 2010. Lo IAPC al netto dell'energia dovrebbe evidenziare un profilo decrescente fino al 2010, di riflesso all'indebolimento della domanda aggregata.

Più precisamente, le pressioni esterne sui prezzi dovrebbero attenuarsi nel 2009, rispecchiando in gran parte i passati andamenti dei corsi delle materie prime e le ipotesi sulla loro futura evoluzione. In seguito, i prezzi delle importazioni dovrebbero recuperare moderatamente in quanto sia le quotazioni delle materie prime sia i prezzi della concorrenza aumenteranno lievemente su scala mondiale.

Passando alle pressioni interne sui prezzi, ci si attende che i redditi per occupato rallentino marcatamente nel 2009, tenuto conto del deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro, del calo dell'inflazione e della riduzione del numero di ore lavorate per addetto. La dinamica salariale mostrerebbe una flessione particolarmente significativa nel settore privato, mentre per il settore pubblico si ipotizza una minore reattività delle retribuzioni. Il costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe accelerare notevolmente nel 2009, di riflesso alla vischiosità dei salari – riconducibile tra l'altro al ricorso a contratti biennali – e al lento aggiustamento delle forze di lavoro a fronte della brusca contrazione del PIL, il che determinerà una crescita negativa della produttività. Tuttavia, poiché quest'ultima dovrebbe tornare ad aumentare in linea con il miglioramento ciclico nel 2010, il costo unitario del lavoro rimarrebbe essenzialmente stabile. I margini di profitto assorbirebbero il brusco incremento del costo unitario del lavoro nel 2009; in seguito, a fronte della graduale ripresa dell'attività, tornerebbero a crescere poiché le imprese cercheranno di recuperare parzialmente le riduzioni precedenti.

### CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL MARZO 2009

Per quanto concerne la crescita del PIL in termini reali, l'intervallo di valori previsto per il 2009 è stato rivisto verso il basso rispetto a quello pubblicato nel numero di marzo 2009 del Bollettino. La revisione riflette quasi esclusivamente la crescita assai inferiore rispetto alle attese precedenti nel primo trimestre del 2009, a seguito della maggiore debolezza dell'attività mondiale, che ha ridotto considerevolmente le esportazioni e la domanda interna. Gli intervalli di valori per il 2010 sono stati

**Tavola II Confronto con le proiezioni di marzo 2009**

(variazioni percentuali; medie annue)	2009	2010
PIL in termini reali - marzo 2009	-3,2--2,2	-0,7-0,7
PIL in termini reali - giugno 2009	-5,1--4,1	-1,0-0,4
IAPC - marzo 2009	0,1-0,7	0,6-1,4
IAPC - giugno 2009	0,1-0,5	0,6-1,4

modificati verso il basso solo in misura molto lieve, di riflesso agli effetti ritardati del rallentamento economico nel 2009.

Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, l'intervallo di valori per il 2009 si colloca leggermente al di sotto di quello riportato lo scorso marzo, mentre l'intervallo per il 2010 è rimasto pressoché invariato. Le proiezioni, sostanzialmente immutate, rispecchiano il fatto che l'impatto dell'attività, più debole delle attese precedenti, è in buona parte compensato dai più elevati prezzi ipotizzati per le materie prime, in particolare per le quotazioni del petrolio.

#### Riquadro 9

### PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia, tali previsioni non sono perfettamente confrontabili tra loro né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre, esse si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili fiscali, finanziarie ed esterne, inclusi i corsi del petrolio e di altre materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative (cfr. tavola seguente).

Secondo le previsioni attualmente diffuse da altre organizzazioni, il PIL in termini reali dell'area dell'euro si ridurrebbe del 3,4-4,2 per cento nel 2009; l'anno seguente la crescita del prodotto si porterebbe tra il -0,4 e lo 0,3 per cento. Le previsioni si collocano per la maggior parte entro gli intervalli di valori delle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, ma alcune di esse sono al di sopra dell'intervallo indicato per il 2009. Con molta probabilità ciò è dovuto, tra l'altro, al fatto che le previsioni sono state ultimate prima della pubblicazione della stima rapida per la crescita del PIL nel primo trimestre del 2009. Nel contempo, tutte le previsioni formulate per il 2010 rientrano nell'intervallo delle proiezioni dell'Eurosistema.

Le previsioni disponibili per l'inflazione misurata sullo IAPC anticipano un tasso medio annuo dello 0,4-0,6 per cento nel 2009 e dello 0,6-1,3 per cento nel 2010. Pertanto, la maggior parte delle previsioni sull'inflazione è sostanzialmente coerente con gli intervalli di valori delle proiezioni dell'Eurosistema.

#### Confronto tra alcune previsioni sulla crescita del PIL e sull'inflazione nell'area dell'euro

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali		IAPC	
		2009	2010	2009	2010
FMI	16 aprile 2009	-4,2	-0,4	0,4	0,6
Commissione europea	3 maggio 2009	-4,0	-0,1	0,4	1,2
Survey of Professional Forecasters	14 maggio 2009	-3,4	0,2	0,5	1,3
Consensus Economics Forecasts	15 maggio 2009	-3,7	0,3	0,4	1,2
OCSE	31 marzo 2009	-4,1	-0,3	0,6	0,7
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	4 giugno 2009	-5,1--4,1	-1,0-0,4	0,1-0,5	0,6-1,4

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, primavera 2008; *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2008; *Economic Outlook* dell'OCSE, n. 83 - versione preliminare, giugno 2008; *Consensus Economics Forecasts*; *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Nota: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. Per quanto riguarda le altre previsioni, non viene fornita alcuna precisazione in merito.

## 7 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

### 7.1 TASSI DI CAMBIO

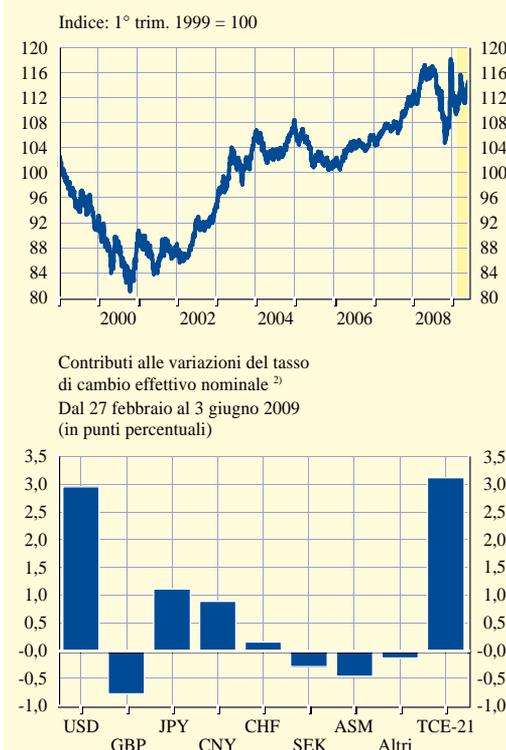
*Negli ultimi tre mesi i tassi di cambio nominali bilaterali dell'euro sono stati contraddistinti da oscillazioni considerevoli, seppur inferiori al passato, in presenza di un calo significativo della volatilità implicita dei cambi rispetto ai massimi storici di fine 2008. Nello stesso periodo la moneta unica europea ha guadagnato complessivamente il 3 per cento circa in termini effettivi nominali.*

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Negli ultimi tre mesi i tassi di cambio nominali bilaterali dell'euro sono stati contraddistinti da oscillazioni considerevoli, seppure inferiori al passato, in presenza di un calo significativo della volatilità implicita dei cambi rispetto ai massimi storici di fine 2008. In termini effettivi nominali la moneta unica si è indebolita sensibilmente in settembre e ottobre 2008, mentre l'intensificazione della crisi finanziaria promuoveva una massiccia domanda di dollari statunitensi. Ha successivamente registrato un forte apprezzamento nella prima metà di dicembre ed è poi tornata a indebolirsi in gennaio e febbraio allorché gli operatori rivedevano sensibilmente le prospettive di crescita per l'area dell'euro. Da marzo si è generalmente rafforzata, nonostante alcune oscillazioni. Il 3 giugno il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 21 importanti partner commerciali dell'area – era superiore del 3,1 per cento rispetto al livello di fine febbraio ma ancora inferiore di circa il 2 per cento al massimo storico di metà luglio 2008. Negli ultimi tre mesi il moderato apprezzamento della moneta unica in termini effettivi nominali ha celato ampi movimenti bilaterali: il rafforzamento nei confronti del dollaro statunitense, lo yen giapponese e – in misura inferiore – il franco svizzero è stato in parte controbilanciato da un indebolimento rispetto ad altre divise europee. Gli andamenti dei tassi nominali bilaterali da fine febbraio hanno concorso a riassorbire quelli del precedente periodo di tre mesi, quando si è ritenuto che alcune valute (fra cui il dollaro statunitense) svolgessero un ruolo di moneta rifugio (cfr. figura 55). Per quanto riguarda gli indicatori di competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro, basati sull'andamento dei deflatori dei prezzi al consumo e alla produzione, in aprile il tasso di cambio effettivo reale dell'euro è stato in media inferiore di circa il 2 per cento rispetto al valore medio del 2008.

**Figura 55 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti <sup>1)</sup>**

(dati giornalieri)



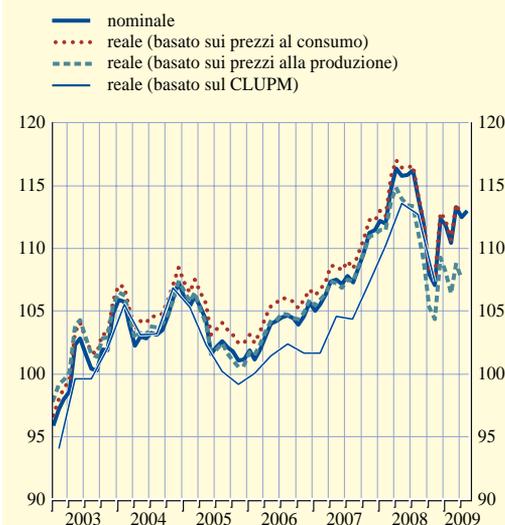
Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti di 21 dei più importanti partner commerciali dell'area e di tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

2) I contributi alle variazioni del TCE-21 sono riportati singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "Altri Stati Membri (ASM)" si riferisce al contributo aggregato delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (eccetto la sterlina britannica e la corona svedese). La categoria "Altri" si riferisce al contributo aggregato dei rimanenti sei partner commerciali dell'area dell'euro nell'indice TCE-21. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-21.

**Figura 56 Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale <sup>1)</sup>**

(valori mensili/trimestrali; numeri indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice TCE-21 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono a maggio 2009. Per il TCE-21 reale basato sul CLUPM, l'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2008 ed è parzialmente basata su stime.

### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

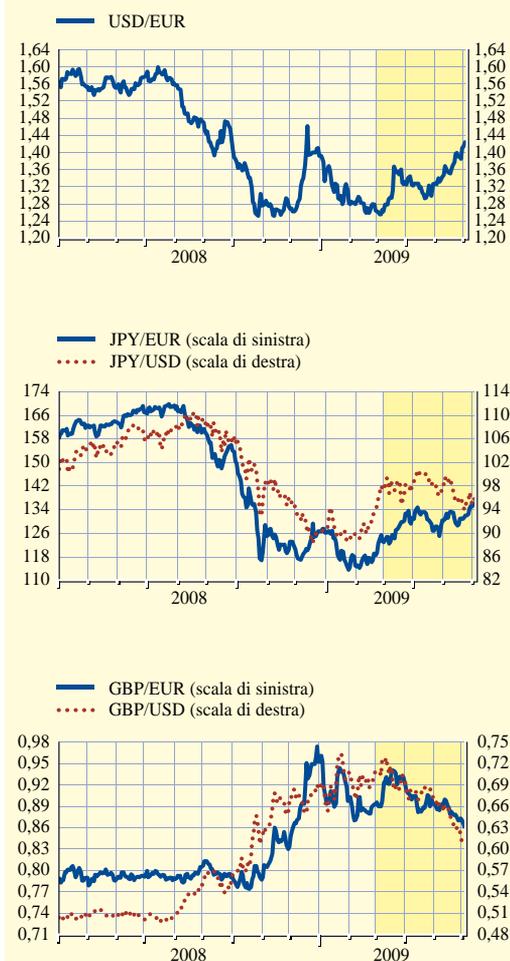
Il tasso di cambio dell'euro con il dollaro, che nel dicembre 2008 si era fortemente apprezzato riflettendo soprattutto l'ulteriore allentamento monetario degli Stati Uniti e il venir meno della domanda eccezionale di dollari statunitensi, nei primi due mesi del 2009 ha subito un deprezzamento. Quest'ultimo è stato principalmente connesso alla pubblicazione di statistiche macroeconomiche che hanno innescato ulteriori revisioni significative delle prospettive di crescita dell'area dell'euro da parte degli operatori di mercato. Dai primi di marzo, tuttavia, la moneta unica ha ripreso ad apprezzarsi. Diversi fattori l'hanno sostenuta nel periodo in oggetto: tra questi figura il forte calo della percezione del rischio, che avrebbe indotto gli investitori a liquidare le posizioni nelle divise percepite come "rifugio" (fra cui il dollaro statunitense e lo yen giapponese). Il 3 giugno l'euro era scambiato a 1,42 dollari, un livello superiore del 12,4 per cento rispetto a fine febbraio e inferiore di circa il 3,5 per cento alla media del 2008 (cfr. figura 57).

### YEN GIAPPONESE/EURO

Rispecchiando gli andamenti rispetto al dollaro, nella seconda metà del 2008 l'euro si è indebolito sullo yen giapponese e a fine novembre era sceso a 120 yen (dai circa 170 di luglio). Il deprezzamento della moneta unica in questo periodo è parso connesso al livello elevato della volatilità

**Figura 57 Tassi di cambio**

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Nota: l'area ombreggiata si riferisce al periodo 27 febbraio - 3 giugno 2009.

implicita dei cambi e alla convergenza dei tassi di interesse a breve termine in tutto il mondo, che nell'insieme riducevano l'attrattiva della valuta giapponese come mezzo di finanziamento delle posizioni di *carry trade*. Dopo essersi parzialmente stabilizzato tra dicembre e metà febbraio, l'euro ha iniziato ad apprezzarsi. Ciò potrebbe essere riconducibile al calo significativo dell'attività economica giapponese sia nell'ultimo trimestre del 2008 sia nel primo del 2009, oltre che al deterioramento del mercato del lavoro in Giappone. Come indicato in precedenza, il calo della volatilità implicita dei cambi potrebbe avere pesato anche sullo yen, in quanto esistono indicazioni del fatto che gli investitori hanno gradualmente diversificato i portafogli a scapito delle posizioni in divise percepite come investimenti sicuri. Il 3 giugno l'euro era quotato a 136,33 yen, un valore superiore del 10,6 per cento a quello di fine febbraio (cfr. figura 57) e inferiore di circa il 10,5 per cento rispetto alla media del 2008.

### VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Negli ultimi tre mesi gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 58). Da fine novembre il lettone è per lo più rimasto nella fascia inferiore della banda di oscillazione dell'1 per cento fissata unilateralmente, fatta eccezione per un breve periodo in gennaio.

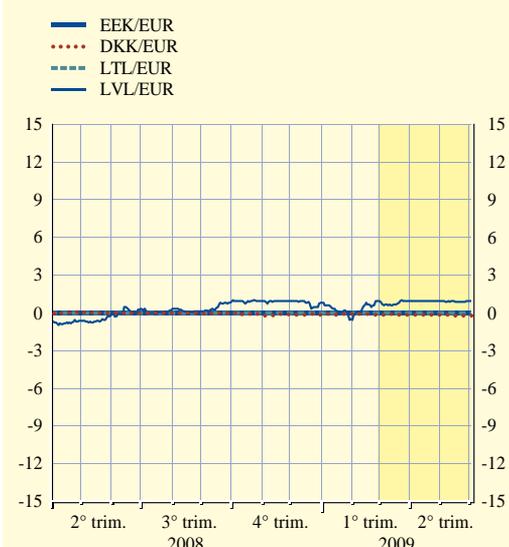
L'euro ha attraversato un periodo di volatilità elevata rispetto alle divise degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II. La sterlina, che il 28 dicembre 2008 aveva toccato il suo livello più basso (0,98 sterline per euro) dall'introduzione della moneta unica, ha messo a segno una forte ripresa fino a metà febbraio grazie soprattutto al migliorato clima di fiducia di mercato nei suoi confronti. Dopo un lieve indebolimento ulteriore agli inizi di marzo, in presenza di dati economici che segnalavano un altro calo sostanziale delle quotazioni immobiliari nel Regno Unito e perdite ulteriori del settore bancario, la sterlina ha continuato ad apprezzarsi e a metà aprile si è riavvicinata ai livelli di metà febbraio. Questo rafforzamento potrebbe essere la conseguenza dei segnali di stabilizzazione delle prospettive macroeconomiche del paese. Il 3 giugno l'euro era scambiato a 0,86 sterline, un livello inferiore del 3,7 per cento rispetto a fine febbraio. Nello stesso periodo ha perso circa il 6 per cento sul fiorino ungherese e approssimativamente il 4,5 per cento sullo zloty polacco, forse per la migliorata percezione del rischio connesso alle condizioni macroeconomiche di questi paesi. Considerazioni analoghe potrebbero essere alla base del deprezzamento dell'euro sulla corona svedese (quasi il 6 per cento).

### ALTRE VALUTE

Il franco svizzero – che nei primi due mesi del 2009 aveva oscillato attorno a 1,49 franchi per euro – ha iniziato a rafforzarsi nella prima metà di marzo, forse sorretto dal suo ruolo di moneta rifugio. Attorno al 18 marzo, dopo la decisione della Banca nazionale svizzera di intervenire

**Figura 58 Tassi di cambio negli AEC II**

(dati giornalieri; deviazione dalla parità centrale in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: un valore superiore (inferiore) alla parità centrale implica che la valuta è, all'interno dei margini di oscillazione, relativamente "debole" ("forte"). Per la corona danese i margini di oscillazione sono  $\pm 2,25$  per cento; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di  $\pm 15$  per cento.

sui mercati valutari per contenere l'apprezzamento della moneta locale, l'euro si è prima rafforzato notevolmente (salendo a circa 1,54 franchi) e poi generalmente stabilizzato (attorno a 1,52 franchi). Il 3 giugno la moneta unica europea è stata scambiata a 1,52 franchi, un livello superiore di circa il 2,5 per cento rispetto a fine febbraio e inferiore di circa il 4,5 per cento alla media del 2008.

## 7.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

*In marzo il disavanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha raggiunto i 102,3 miliardi di euro (pari a circa l'1,1 per cento del PIL). Questo risultato è principalmente riconducibile al cambiamento di segno, da positivo a negativo, del saldo dei beni. Per quanto riguarda il conto finanziario, l'aumento degli afflussi netti per strumenti di debito è stato in parte controbilanciato da quello dei deflussi netti per investimenti diretti e titoli azionari nello stesso periodo. Ciò ha fatto salire gli afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio (266,7 miliardi di euro per i dodici mesi fino a marzo).*

### INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

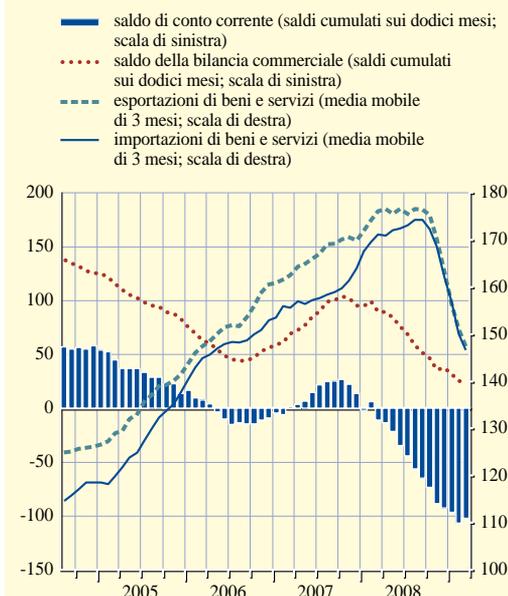
In marzo il disavanzo su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha raggiunto (in termini stagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi) 102,3 miliardi di euro (pari a circa l'1,1 per cento del PIL), a fronte di un disavanzo di 11,2 miliardi un anno prima. Ciò è in gran parte riconducibile al cambiamento di segno, da positivo a negativo, del saldo dei beni; vi hanno contribuito inoltre il calo dell'avanzo dei servizi e la crescita del disavanzo dei redditi. Il deterioramento dell'interscambio di beni ha fatto registrare al conto dei beni un disavanzo cumulato su dodici mesi pari a 10,8 miliardi di euro in marzo, contro un avanzo di 37,5 miliardi un anno prima (cfr. figura 59). Il maggior costo delle importazioni di petrolio nella prima metà del 2008 e un rallentamento delle esportazioni lievemente superiore a quello delle importazioni nel resto del periodo in esame costituiscono i principali fattori all'origine di tali andamenti.

Per quanto concerne l'evoluzione più recente, si osserva una contrazione significativa dell'interscambio mondiale dall'intensificarsi della crisi finanziaria nel settembre 2008. Su questo sfondo, l'interscambio di beni dell'area dell'euro ha subito un ridimensionamento costante negli ultimi sei mesi, particolarmente intenso nel primo trimestre di quest'anno. Dagli inizi del 2009 sia le importazioni sia le esportazioni di beni e servizi sono scese rispettivamente di quasi il 9,5 e il 9,7 per cento in valore. Ciò ha fatto seguito a una forte contrazione, rispettivamente pari al 7 e 7,5 per cento, nel quarto trimestre del 2008 (cfr. tavola 12).

La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi, disponibile fino a febbraio, mostra che il calo delle importazioni in valore

**Figura 59 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro**

(in miliardi di euro; dati mensili stagionalizzati)



Fonte: BCE.

**Tavola 12 Principali componenti della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro**

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	2009 feb.	2009 mar.	Medie mobili di 3 mesi dati a fine			2009 mar.	Dati cumulati sui 12 mesi a fine	
			2008 giu.	2008 set.	2008 dic.		2008 mar.	2009 mar.
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente (saldo)</b>	<b>-7,8</b>	<b>-6,5</b>	<b>-5,6</b>	<b>-7,8</b>	<b>-11,8</b>	<b>-8,9</b>	<b>-11,2</b>	<b>-102,3</b>
Beni (saldo)	-0,4	-1,6	0,6	-0,9	-1,3	-2,0	37,5	-10,8
Esportazioni	108,3	105,2	134,5	134,5	122,1	107,9	1.544,2	1.497,1
Importazioni	108,7	106,9	133,9	135,5	123,4	109,9	1.506,7	1.507,9
Servizi (saldo)	2,6	2,0	3,6	3,1	2,5	2,8	52,2	35,7
Esportazioni	38,7	38,3	42,1	41,9	41,1	39,6	499,7	494,1
Importazioni	36,1	36,3	38,6	38,8	38,6	36,8	447,6	458,4
Redditi (saldo)	-3,5	0,8	-2,0	-2,4	-4,0	-2,1	-7,7	-31,7
Trasferimenti correnti (saldo)	-6,5	-7,6	-7,7	-7,6	-8,9	-7,6	-93,2	-95,5
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	<b>-3,4</b>	<b>57,2</b>	<b>26,6</b>	<b>20,6</b>	<b>45,6</b>	<b>35,0</b>	<b>80,9</b>	<b>383,1</b>
Investimenti diretti e di portafoglio	44,3	71,1	-8,7	28,5	38,4	30,7	-18,8	266,7
Investimenti diretti	-11,8	-24,7	-17,8	-12,0	-28,9	-17,5	-153,2	-228,5
Investimenti di portafoglio	56,1	95,8	9,1	40,5	67,3	48,2	134,4	495,2
Azioni	2,5	-1,1	-16,7	-7,5	1,2	-17,0	87,8	-119,7
Strumenti di debito	53,7	96,9	25,8	48,0	66,0	65,2	46,6	614,9
Obbligazioni e notes	47,8	80,5	20,6	14,7	15,5	48,4	113,8	297,4
Strumenti del mercato monetario	5,9	16,4	5,2	33,3	50,5	16,8	-67,2	317,5
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	-3,2	-2,4	0,2	-0,1	-7,5	-9,7	8,5	-2,6
Importazioni	-4,8	-1,1	0,7	1,1	-7,0	-9,5	7,7	0,6
<b>Beni</b>								
Esportazioni	-1,7	-2,8	0,8	0,0	-9,2	-11,7	7,8	-3,1
Importazioni	-4,7	-1,7	0,3	1,2	-8,9	-11,0	7,0	0,1
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	-7,4	-1,2	-1,4	-0,5	-2,0	-3,7	10,7	-1,1
Importazioni	-5,0	0,5	2,3	0,7	-0,6	-4,7	10,0	2,4

Fonte: BCE.

Nota: eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.

1) I dati riportati sono saldi (flussi netti). Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso) netto. Dati non destagionalizzati.

è riconducibile a una flessione sia dei volumi sia dei prezzi e che il forte ridimensionamento delle esportazioni è quasi interamente ascrivibile alla caduta dei volumi. La crescita delle esportazioni in volume, che aveva iniziato a contrarsi fin dal secondo trimestre del 2008, ha subito un netto deterioramento a partire da settembre. Il calo delle esportazioni è dovuto soprattutto alla più debole domanda mondiale. Tuttavia, anche il deterioramento delle condizioni finanziarie e del clima di fiducia registrato da settembre 2008 su scala internazionale ha avuto un impatto negativo, particolarmente sull'interscambio di beni di investimento e intermedi che, nei tre mesi fino a febbraio 2009, è ridisceso a livelli non più osservati dal 2005 (cfr. figura 60). Il riquadro 10 passa in rassegna i fattori sottostanti al recente rallentamento dell'interscambio nell'area dell'euro.

In linea con la natura mondiale della caduta dei flussi commerciali, la disaggregazione geografica dell'interscambio di beni dell'area mostra che nei tre mesi fino a febbraio 2009 le esportazioni in volume sono generalmente diminuite rispetto al trimestre precedente. I flussi commerciali verso Stati Uniti, Regno Unito, Asia e i paesi che hanno aderito all'Unione europea dal 2004 hanno subito un calo particolarmente sensibile. Anche le esportazioni destinate ai membri dell'OPEC hanno iniziato a contrarsi, dopo una lunga fase di crescita eccezionale iniziata nell'ultimo trimestre del 2003. Tale andamento

potrebbe essere associato non solo alla recessione mondiale ma anche agli effetti ricchezza negativi e alla probabile caduta della domanda di importazioni, derivanti dai minori ricavi petroliferi dei paesi esportatori di greggio.

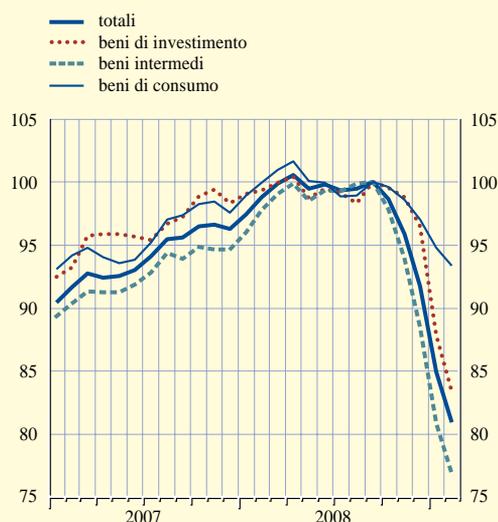
Per quanto riguarda le altre voci del conto corrente, nei dodici mesi fino a marzo l'avanzo dei servizi è sceso a 35,7 miliardi di euro (dai 52,2 miliardi di un anno prima). Nello stesso periodo il disavanzo del conto dei redditi è salito da 7,7 a 31,7 miliardi, principalmente per effetto dei minori introiti da non residenti nell'area. Infine, anche il disavanzo nei trasferimenti correnti è lievemente aumentato.

#### CONTO FINANZIARIO

Nel primo trimestre 2009 gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi mensili netti medi per 30,7 miliardi di euro, lievemente inferiori ai 38,4 miliardi del trimestre precedente (cfr. tavola 12). Ciò va ricondotto in larga parte agli investimenti di portafoglio, nell'ambito dei quali i titoli azionari

**Figura 60** Valore delle esportazioni di alcuni tipi di beni verso l'esterno dell'area dell'euro

(indici: settembre 2008=100; dati destagionalizzati; medie mobili di tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2009.

#### Riquadro 10

#### IL RALLENTAMENTO DELL'INTERSCAMBIO DELL'AREA DELL'EURO

L'intensificarsi delle turbolenze finanziarie globali nel settembre 2008 è stato seguito da un brusco calo del commercio internazionale (cfr. figura A)<sup>1)</sup> che, per rapidità, gravità e sincronizzazione tra paesi, non trova precedenti almeno a partire dalla seconda guerra mondiale<sup>2)</sup>. Su tale sfondo, il presente riquadro descrive alcuni fattori che potrebbero spiegare il recente ridimensionamento dell'interscambio dell'area dell'euro. Sebbene la valutazione riguardi gli andamenti che influiscono sul commercio dell'area, è probabile che i medesimi fattori esplicativi siano rilevanti anche per quello mondiale.

In linea con la forte contrazione dell'interscambio su scala internazionale, tra settembre 2008 e febbraio 2009 le importazioni e le esportazioni di beni in volume da e verso l'esterno dell'area sono scese rispettivamente dell'11 e 21 per cento. La flessione ha riguardato nell'insieme tutti i partner commerciali dell'area dell'euro, mentre non è stata uniforme nelle varie categorie merceologiche. I beni di investimento e quelli intermedi, cui è riferibile circa il 70 per cento dell'interscambio con l'esterno dell'area, sono scesi molto di più dei beni di consumo (cfr. figura B).

- 1) Cfr. il riquadro 1, *La recente brusca contrazione dell'interscambio mondiale in una prospettiva storica*, nel numero di marzo 2009 di questo Bollettino.
- 2) Cfr. Baldwin ed Evenett (2009), "Introduction and recommendations for the G20", in Baldwin, R. and S. J. Evenett (a cura di), *The collapse of global trade, murky protectionism, and the crisis: Recommendations for the G20*, CEPR.

**Figura A Somma delle importazioni e delle esportazioni di beni di alcune economie**

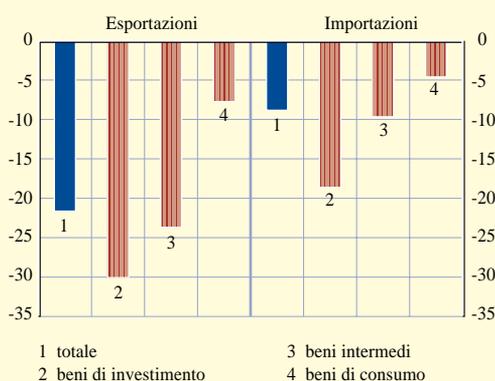
(in valore; indice: gennaio 2007 = 100; dati destagionalizzati; medie mobili di tre mesi)



Fonti: Eurostat e Harver Analytics.  
Nota: l'ultima osservazione è relativa a marzo 2009.

**Figura B Variazione dei volumi dei beni importati da e esportati verso l'esterno dell'area dell'euro**

(in percentuale; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Il netto deterioramento delle condizioni della domanda mondiale costituisce il principale fattore alla base della caduta dei flussi mercantili con l'esterno dell'area. Il generale contesto di incertezza e il suo impatto sul clima di fiducia delle imprese, la carenza di crediti commerciali e un accesso più limitato al finanziamento delle attività imprenditoriali in alcune regioni del mondo possono avere tuttavia esacerbato la contrazione sia dell'attività sia dell'interscambio. Inoltre, la predominanza di reti produttive verticalmente integrate su scala internazionale può avere contribuito in misura consistente a moltiplicare e sincronizzare tali effetti.

Più nel dettaglio, l'intensificarsi della crisi finanziaria mondiale può aver determinato un indebolimento della propensione all'investimento e un livello eccezionale di incertezza circa le prospettive dell'economia mondiale. Secondo le indicazioni delle indagini congiunturali, questi fattori hanno depresso il clima di fiducia delle imprese e indotto i produttori a ridimensionare gli investimenti e la produzione. Ciò può avere concorso ad amplificare il calo delle importazioni e delle esportazioni dell'area dell'euro.

La minore disponibilità di crediti e finanziamenti commerciali, strumenti appositamente elaborati per agevolare le attività di importazione ed esportazione, è stata spesso citata come determinante di rilievo del calo nel commercio mondiale. È emerso che, nella crisi in atto, le difficoltà di finanziamento delle forniture di beni sono molto rilevanti per il commercio con i paesi emergenti e meno sviluppati<sup>3)</sup>. Dalle evidenze esistenti sembra tuttavia emergere che la loro capacità di spiegare gli andamenti commerciali dell'area dell'euro sia piuttosto limitata. L'interscambio dell'area con le economie emergenti mostra una dinamica lievemente migliore di quello con le economie avanzate, anche tenuto conto delle diverse condizioni della domanda. D'altro canto, un più limitato accesso formale e informale al finanziamento delle attività commerciali in alcune regioni del mondo potrebbe avere esercitato un impatto complessivamente negativo sui produt-

3) Cfr. International Chamber of Commerce (2009), *Rethinking Trade Finance 2009: An ICC Global Survey*.

tori dell'area, ad esempio indebolendo l'operatività delle reti di produzione internazionale che costituiscono un'importante caratteristica dell'economia odierna.

L'esistenza di reti produttive internazionali complesse e interdipendenti può contribuire a spiegare non solo la gravità ma anche l'insolita rapidità del calo del commercio dell'area dell'euro e la natura sincronizzata del rallentamento mondiale. Dal momento che le imprese inserite in reti produttive internazionali sono in costante comunicazione per allineare il flusso di parti e componenti alla domanda finale, un ridimensionamento di quest'ultima e le incertezze circa la sua evoluzione futura possono dare origine a rapide correzioni lungo l'intera catena e quindi ripercussioni notevoli in tutti i paesi interessati. Inoltre, poiché i produttori dell'area dell'euro importano in misura rilevante parti e componenti altamente specifiche e forniscono beni intermedi e di investimento alle imprese estere, è possibile che strozzature nelle reti di produzione internazionale abbiano danneggiato la produzione e i flussi di cassa e, di conseguenza, i flussi mercantili dell'area dell'euro. Tali meccanismi spiegherebbero il deterioramento particolarmente forte dell'interscambio dell'area nelle categorie dei beni intermedi e di investimento.

In prospettiva, la ripresa della domanda mondiale resta il presupposto principale per un recupero dell'interscambio dell'area. Allo stesso tempo, il ritorno del commercio sui livelli precedenti le turbolenze richiede probabilmente una normalizzazione del clima di fiducia delle imprese, la tenuta delle reti produttive e la capacità di evitare politiche protezionistiche.

hanno registrato deflussi netti per 17,0 miliardi di euro, contro afflussi netti contenuti nel trimestre precedente. La vendita di azioni dell'area da parte di operatori non residenti diversi dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è il principale fattore di spiegazione. Gli investimenti netti in strumenti di debito sono invece rimasti per lo più invariati, registrando 65,2 miliardi di afflussi netti nel primo trimestre. Tale stabilità cela tuttavia andamenti opposti nelle due componenti di questa categoria. Gli afflussi netti per obbligazioni e *notes* sono infatti aumentati nel primo trimestre (a 48,4 miliardi di euro, dai 15,5 del trimestre precedente). La causa principale è consistita in rilevanti acquisti netti di obbligazioni dell'area da parte di non residenti, che possono ricondursi all'ampliarsi del differenziale tra i rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro e quelli degli Stati Uniti e alla minore preferenza degli investitori per attività più liquide e a breve termine. Per quanto riguarda gli strumenti del mercato monetario, gli afflussi netti sono diminuiti (da 50,5 a 16,8 miliardi di euro) a causa di minori fondi esteri in entrata. Nel contempo, durante il primo trimestre 2009 gli investimenti diretti esteri nell'area dell'euro da parte di non residenti sono tornati a risalire. Di conseguenza, i deflussi mensili netti medi per investimenti diretti sono scesi a 17,5 miliardi di euro, dai 28,9 miliardi del trimestre precedente.

Ampliando l'orizzonte temporale gli afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono aumentati considerevolmente nei dodici mesi fino a marzo 2009, salendo a 266,7 miliardi di euro dai 18,8 miliardi di un anno prima, principalmente a causa di un aumento dei flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio (cfr. figura 61). La scomposizione degli investimenti di portafoglio per principali categorie di strumenti mostra che da settembre 2008 si sono registrate vendite nette significative di titoli azionari da parte sia dei residenti che dei non residenti nell'area. Allo stesso tempo le attività e le passività sull'estero in obbligazioni e *notes* sono diminuite, mentre le passività nette per operazioni finanziarie in strumenti del mercato monetario sono notevolmente aumentate. È probabile che gli andamenti osservati in questo periodo di tempo siano per lo più connessi alla dinamica della crisi finanziaria in atto. Più in particolare, una forte volatilità sui mercati dei capitali, un livello eccezionalmente elevato di incertezza e fosche prospettive per l'economia

mondiale hanno accentuato la preferenza degli investitori per le attività emesse sull'interno (*home bias*) e innescato un processo di liquidazione delle posizioni patrimoniali sull'estero, di rimpatrio di fondi e di riduzione della leva finanziaria. Al tempo stesso, nei dodici mesi fino a marzo 2009 le preferenze degli investitori si sarebbero riorientate non soltanto verso la qualità e la sicurezza ma anche verso attività più liquide e a breve termine, come mostra l'evoluzione degli strumenti del mercato monetario. Più nel dettaglio, nei dodici mesi fino a marzo gli afflussi netti per strumenti del mercato monetario dell'area hanno registrato un forte aumento (a 317,5 miliardi di euro, contro deflussi netti per 67,2 miliardi un anno prima).

L'aumento dello *home bias* sembra abbia influito in misura rilevante anche sugli andamenti degli investimenti diretti nell'anno trascorso: nei dodici mesi fino a marzo il conto degli investimenti diretti ha evidenziato infatti un sensibile calo dei flussi sia dal lato delle attività che delle passività. La flessione degli investimenti diretti esteri nell'area è stata tuttavia maggiore di quella degli investimenti dell'area all'estero e questo ha determinato deflussi netti cumulati su dodici mesi pari a 228,5 miliardi di euro in marzo, contro 153,2 miliardi un anno prima.

Figura 61 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati mensili; flussi netti cumulati sui 12 mesi)



Fonte: BCE.



# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



# INDICE <sup>1)</sup>

## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

### I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta

S8

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

S9

### 2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

S10

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

S11

2.3 Statistiche monetarie

S12

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM

S14

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM

S17

2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM

S20

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM

S21

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM

S22

2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro

S24

2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore

S25

### 3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

S26

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

S30

3.3 Famiglie

S32

3.4 Società non finanziarie

S33

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

S34

### 4 MERCATI FINANZIARI

4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

S35

4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento

S36

4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro

S38

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

S40

4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro

S42

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

S44

4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro

S45

4.8 Indici del mercato azionario

S46

### 5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

S47

5.2 Produzione e domanda

S50

5.3 Mercato del lavoro

S54

1) Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu). Per serie temporali più dettagliate e più lunghe si rimanda allo *Statistical Datawarehouse* della BCE nella sezione *Statistics* del sito della BCE ([sdw.ecb.europa.eu](http://sdw.ecb.europa.eu)).

<b>6</b>	<b>FINANZA PUBBLICA</b>	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	<b>S55</b>
6.2	Debito	<b>S56</b>
6.3	Variazione del debito	<b>S57</b>
6.4	Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali	<b>S58</b>
6.5	Debito e variazione del debito trimestrali	<b>S59</b>
<b>7</b>	<b>TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO</b>	
7.1	Bilancia dei pagamenti	<b>S60</b>
7.2	Conto corrente e conto capitale	<b>S62</b>
7.3	Conto finanziario	<b>S63</b>
7.4	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti	<b>S69</b>
7.5	Commercio di beni	<b>S70</b>
<b>8</b>	<b>TASSI DI CAMBIO</b>	
8.1	Tassi di cambio effettivi	<b>S72</b>
8.2	Tassi di cambio bilaterali	<b>S73</b>
<b>9</b>	<b>INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO</b>	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	<b>S74</b>
9.2	Stati Uniti e Giappone	<b>S75</b>
	<b>LISTA DELLE FIGURE</b>	<b>S76</b>
	<b>NOTE TECNICHE</b>	<b>S77</b>
	<b>NOTE GENERALI</b>	<b>S83</b>

#### **ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO DAL 1° GENNAIO 2009 PER L'INGRESSO DELLA SLOVACCHIA**

Tutti i dati relativi al 2009 si riferiscono agli Euro 16 (area dell'euro, inclusa la Slovacchia) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per l'anno di ingresso nell'area dell'euro di Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro (2008), Malta (2008) e Slovacchia (2009), calcolate su basi che coprono l'anno precedente quello di ingresso, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dell'entrata di tali paesi nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovacchia sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

#### **Segni convenzionali nelle tavole**

“-”	dati inesistenti / non applicabili
“.”	dati non ancora disponibili
“...”	zero o valore trascurabile
“miliardi”	10 <sup>9</sup>
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati
non dest.	dati non destagionalizzati

# TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

## Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse<sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2,3)</sup>	M3 <sup>2,3)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM <sup>2)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno di fine periodo) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	6,5	9,9	11,2	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	2,4	9,7	9,7	-	9,5	19,0	4,64	3,69
2008 2° trim.	2,3	10,2	10,2	-	10,5	17,3	4,86	4,73
3° trim.	0,7	9,2	9,1	-	9,1	18,6	4,98	4,34
4° trim.	2,7	8,9	8,2	-	7,4	20,2	4,24	3,69
2009 1° trim.	5,3	7,2	6,0	-	4,6	25,4	2,01	3,77
2008 dic.	3,3	8,3	7,5	7,0	5,8	23,9	3,29	3,69
2009 gen.	5,1	7,5	5,9	6,4	5,1	24,6	2,46	4,02
feb.	6,3	7,0	5,8	5,6	4,3	26,1	1,94	3,85
mar.	5,9	6,1	5,0	5,2	3,2	26,9	1,64	3,77
apr.	8,4	5,9	4,9	.	2,4	.	1,42	3,79
mag.	.	.	.	.	.	.	1,28	4,18

### 2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro<sup>5)</sup>

	IAPC <sup>1)</sup>	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	2,1	2,7	2,7	2,7	3,8	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	5,9	3,5	0,7	-1,7	81,8	0,8	7,5
2008 3° trim.	3,8	8,2	4,2	0,5	-1,5	82,2	0,6	7,6
4° trim.	2,3	3,3	3,8	-1,7	-9,0	78,1	0,0	8,0
2009 1° trim.	1,0	-1,7	.	-4,8	-18,4	72,6	.	8,7
2008 dic.	1,6	1,2	-	-	-12,3	-	-	8,2
2009 gen.	1,1	-0,6	-	-	-16,4	74,7	-	8,4
feb.	1,2	-1,6	-	-	-19,1	-	-	8,7
mar.	0,6	-2,9	-	-	-19,6	-	-	8,9
apr.	0,6	-4,6	-	-	.	70,5	-	9,2
mag.	0,0	.	-	-	.	-	-	.

### 3. Bilancia dei pagamenti, riserve ufficiali e tassi di cambio

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-21 <sup>6)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2007	24,8	46,4	-92,5	159,7	347,4	107,9	109,0	1,3705
2008	-81,2	-6,1	-251,3	439,2	383,9	113,0	113,6	1,4708
2008 2° trim.	-28,0	6,1	-53,4	27,3	353,9	116,0	116,6	1,5622
3° trim.	-21,2	-9,0	-35,9	121,5	370,9	114,1	114,3	1,5050
4° trim.	-20,7	-0,7	-86,7	201,8	383,9	109,1	109,6	1,3180
2009 1° trim.	-22,4	-6,3	-52,4	144,6	395,8	111,9	112,2	1,3029
2008 dic.	-3,4	-0,4	-22,5	6,4	383,9	112,4	112,8	1,3449
2009 gen.	-19,2	-10,1	-15,9	-7,4	409,9	111,9	112,3	1,3239
feb.	-1,1	1,0	-11,8	56,1	419,7	110,4	110,7	1,2785
mar.	-2,0	2,8	-24,7	95,8	395,8	113,3	113,5	1,3050
apr.	.	.	.	.	387,0	112,5	112,8	1,3190
mag.	.	.	.	.	.	113,0	113,3	1,3650

Fonti: BCE, Commissione europea (Eurostat e DG Affari economici e finanziari) e Reuters.

Nota: per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, cfr. le rispettive tavole successive della presente sezione.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- Le variazioni sul periodo corrispondente di dati mensili sono calcolate con riferimento ai dati di fine mese, mentre quelle di dati trimestrali e annuali sono calcolate con riferimento alla variazione sui dodici mesi della media della serie nel periodo. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.
- M3 e le sue componenti non comprendono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute da non residenti nell'area dell'euro.
- Basati sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA. Cfr. la Tavola 4.7 per i dettagli.
- Salvo diversa indicazione, i dati si riferiscono agli Euro 16.
- Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.



## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

### 1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

#### 1. Attività

	8 maggio 2009	15 maggio 2009	22 maggio 2009	29 maggio 2009
<b>Oro e crediti in oro</b>	240.817	240.803	240.790	240.784
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	159.299	159.036	159.273	158.041
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	123.101	121.357	103.733	103.029
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	21.359	20.561	19.093	18.080
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	653.352	627.347	619.072	680.582
Operazioni di rifinanziamento principali	234.197	229.565	221.324	276.814
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	419.097	397.647	397.648	403.549
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	24	64	50	198
Crediti connessi a scarti di garanzia	34	70	50	21
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	26.453	24.918	25.359	25.941
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	292.405	292.813	294.664	296.613
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	36.790	36.793	36.793	36.788
<b>Altre attività</b>	241.523	240.529	238.093	239.753
<b>Attività totali</b>	1.795.099	1.764.158	1.736.870	1.799.610

#### 2. Passività

	8 maggio 2009	15 maggio 2009	22 maggio 2009	29 maggio 2009
<b>Banconote in circolazione</b>	759.502	758.033	758.164	761.422
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	264.137	239.404	222.265	270.976
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	188.787	217.795	206.694	247.929
Depositi overnight	75.318	21.608	15.568	23.016
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	32	2	3	30
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	436	286	217	235
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	139.090	142.931	149.467	159.246
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	177.993	170.954	154.696	156.446
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	1.548	2.687	2.024	1.846
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	11.407	10.689	11.935	11.254
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.551	5.551	5.551	5.551
<b>Altre passività</b>	159.644	157.834	156.765	156.709
<b>Rivalutazioni</b>	202.952	202.952	202.952	202.952
<b>Capitale e riserve</b>	72.840	72.838	72.835	72.972
<b>Passività totali</b>	1.795.099	1.764.158	1.736.870	1.799.610

Fonte: BCE.

**1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE**

(valori percentuali in ragione d'anno per i livelli; punti percentuali per le variazioni)

	Con effetto dal <sup>1)</sup>	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
		Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
		Livello	Variazione	Livello	Livello	Variazione	Livello	Variazione
		1	2	3	4	5	6	7
1999	1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8 ott.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15 <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
	12 nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
	10 dic.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009	21 gen.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
	11 mar.	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
	8 apr.	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
	13 mag.	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50

Fonte: BCE.

- Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata. La variazione decisa il 18 settembre 2001 ha avuto effetto dallo stesso giorno. Dal 10 marzo 2004 in poi, se non diversamente indicato, la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema, alle operazioni di rifinanziamento marginale e alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla operazione di rifinanziamento principale che segue la discussione del Consiglio Direttivo).
- Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- Dal 9 ottobre 1998 la BCE ha ridotto da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 21 gennaio il corridoio è stato riportato a 200 punti base.
- L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Questa modifica sostituisce la decisione precedente (assunta lo stesso giorno) di ridurre di 50 punti base il tasso minimo d'offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali condotte mediante asta a tasso fisso.

### 1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta <sup>1), 2)</sup>

(milioni di euro; tassi di interesse in valori percentuali su base annua)

#### 1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine <sup>3), 4)</sup>

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)	
				Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>5)</sup>		Tasso medio ponderato
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Operazioni di rifinanziamento principali									
2009	4 feb.	207.052	501	207.052	2,00	-	-	-	7
	11	197.727	511	197.727	2,00	-	-	-	7
	18	215.285	527	215.285	2,00	-	-	-	7
	25	237.801	504	237.801	2,00	-	-	-	7
	4 mar.	244.147	481	244.147	2,00	-	-	-	7
	11	227.701	503	227.701	1,50	-	-	-	7
	18	226.066	537	226.066	1,50	-	-	-	7
	25	229.979	538	229.979	1,50	-	-	-	7
	1 apr.	238.071	522	238.071	1,50	-	-	-	7
	8	233.234	535	233.234	1,25	-	-	-	7
	15	249.411	557	249.411	1,25	-	-	-	7
	22	244.126	563	244.126	1,25	-	-	-	7
	29	233.157	526	233.157	1,25	-	-	-	7
	6 mag.	234.197	503	234.197	1,25	-	-	-	7
	13	229.565	512	229.565	1,00	-	-	-	7
	20	221.324	558	221.324	1,00	-	-	-	7
	27	276.814	709	276.814	1,00	-	-	-	7
	3 giu.	227.576	620	227.576	1,00	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine									
2009	26 feb.	21.641	57	21.641	2,00	-	-	-	91
	11 mar.	120.189	97	120.189	1,50	-	-	-	28
	12	10.811	60	10.811	1,50	-	-	-	182
	12	30.229	71	30.229	1,50	-	-	-	91
	26	28.774	87	28.774	1,50	-	-	-	91
	8 apr.	131.839	119	131.839	1,25	-	-	-	35
	9	36.087	75	36.087	1,25	-	-	-	182
	16	13.152	37	13.152	1,25	-	-	-	84
	30	30.170	90	30.170	1,25	-	-	-	91
	13 mag.	116.063	113	116.063	1,00	-	-	-	28
	14	33.666	56	33.666	1,00	-	-	-	91
	14	20.695	97	20.695	1,00	-	-	-	182
	28	27.541	104	27.541	1,00	-	-	-	91

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)	
					Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale <sup>5)</sup>		Tasso medio ponderato
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008	18 set.	Operazione temporanea	49.330	43	25.000	-	4,25	-	4,30	4,39	1
	24	Operazione temporanea	50.335	36	40.000	-	4,25	-	4,25	4,35	1
	1 ott.	Raccolta di depositi a tempo determinato	173.047	52	173.047	4,25	-	-	-	-	1
	2	Raccolta di depositi a tempo determinato	216.051	65	200.000	4,25	-	-	-	-	1
	3	Raccolta di depositi a tempo determinato	193.844	54	193.844	4,25	-	-	-	-	3
	6	Raccolta di depositi a tempo determinato	171.947	111	171.947	4,25	-	-	-	-	1
	7	Raccolta di depositi a tempo determinato	147.491	97	147.491	4,25	-	-	-	-	1
	9	Operazione temporanea	24.682	99	24.682	3,75	-	-	-	-	6
	11 nov.	Raccolta di depositi a tempo determinato	149.656	117	79.940	-	-	3,75	3,60	3,51	1
	9 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	152.655	95	137.456	-	-	3,25	3,05	2,94	1
2009	20 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	143.835	103	140.013	-	-	2,50	2,30	2,15	1
	10 feb.	Raccolta di depositi a tempo determinato	130.435	119	129.135	-	-	2,00	1,80	1,36	1
	10 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	111.502	119	110.832	-	-	2,00	1,80	1,52	1
	7 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	105.486	114	103.876	-	-	1,50	1,30	1,12	1
	12 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	109.091	128	108.056	-	-	1,25	1,05	0,93	1

Fonte: BCE.

- 1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- 4) L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali.
- 5) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.

**1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità**

(miliardi di euro; media dei valori giornalieri nel periodo, se non diversamente indicato; tassi d'interesse in valori percentuali in ragione d'anno)

**1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva**

Periodo <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
							1
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
2008 1° trim	17.703,3	9.551,7	840,2	2.126,0	1.558,4	3.627,1	
2° trim	17.971,8	9.775,4	916,3	2.172,4	1.439,4	3.668,1	
3° trim	18.231,2	9.968,9	917,1	2.186,7	1.457,1	3.701,5	
2008 set. <sup>2)</sup>	18.231,2	9.968,9	917,1	2.186,7	1.457,1	3.701,5	
ott. <sup>2)</sup>	18.439,8	10.156,0	900,0	2.211,7	1.445,4	3.726,8	
nov. <sup>2)</sup>	18.396,5	10.195,5	884,3	2.227,2	1.378,8	3.710,8	
dic. <sup>2)</sup>	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7	
2009 gen.	18.510,3	10.186,3	879,8	2.424,3	1.315,3	3.704,7	

**2. Assolvimento dell'obbligo di riserva**

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 7 ott.	214,8	216,8	2,0	0,0	4,58
11 nov.	216,1	218,6	2,4	0,0	3,94
9 dic.	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009 20 gen. <sup>3)</sup>	220,2	221,5	1,2	0,0	2,50
10 feb.	221,1	222,1	1,0	0,0	2,00
10 mar.	217,6	218,6	1,0	0,0	2,00
7 apr.	220,8	221,6	0,8	0,0	1,50
12 mag.	219,7	220,8	.	.	.

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema					Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto) <sup>4)</sup>				
		Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema				Altre operazioni di assorbimento di liquidità			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8	
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9	
2008 9 dic.	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7	
2009 20 gen.	581,3	219,2	613,6	2,9	0,0	238,5	3,3	753,1	99,9	100,6	221,5	1.213,1	
10 feb.	547,4	224,9	551,4	2,1	0,0	175,4	6,1	740,2	102,7	79,3	222,1	1.137,7	
10 mar.	512,7	224,3	472,4	1,6	0,0	95,5	4,0	741,5	110,1	41,4	218,6	1.055,5	
7 apr.	508,0	230,5	443,1	1,1	0,0	57,8	3,7	747,3	139,0	13,3	221,6	1.026,6	
12 mag.	512,4	239,7	426,9	0,7	0,0	42,7	3,1	757,5	141,9	13,7	220,8	1.021,0	

Fonte: BCE.

- 1) Fine periodo.
- 2) L'aggregato soggetto a riserva a fine ottobre 2008 è utilizzato per il calcolo dell'obbligo di riserva delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro per il periodo di mantenimento delle riserve che termina a fine gennaio 2009 e quindi include l'aggregato delle istituzioni creditizie della Slovacchia. Per quanto concerne l'ammontare dell'aggregato a fine ottobre 2008, le istituzioni creditizie site in altri paesi dell'area dell'euro potrebbero aver deciso di dedurre dai propri aggregati soggetti a riserva eventuali passività nei confronti di istituzioni creditizie con sede in Slovacchia.
- 3) In conseguenza dell'adozione dell'euro da parte della Slovacchia dal 1° gennaio 2009 l'aggregato soggetto a riserva è una media ponderata per il numero di giorni di calendario degli aggregati dei 15 paesi dell'area dell'euro per il periodo 10-31 dicembre 2008 e di quelli dei 16 paesi attualmente nell'area per il periodo dal 1° al 20 gennaio 2009.
- 4) A partire dal 1° gennaio 2009 include le operazioni di politica monetaria in forma di operazioni temporanee di *fine tuning* condotte dalla Národná Banka Slovenska prima di tale data e ancora in essere successivamente ad essa.

# 2

## MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

### 2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 3° trim.	2.473,4	1.342,5	18,5	0,7	1.323,3	278,9	237,4	2,4	39,1	-	14,7	482,4	16,0	338,9
4° trim	2.983,0	1.809,4	18,6	0,6	1.790,1	350,8	307,9	2,4	40,4	-	14,4	479,8	15,7	313,0
2009 gen.	2.830,2	1.606,0	18,6	0,7	1.586,8	362,5	314,6	2,5	45,4	-	14,2	523,8	16,0	307,7
feb.	2.772,6	1.537,1	18,6	0,7	1.517,8	366,5	318,3	2,7	45,6	-	13,6	530,5	15,9	309,0
mar.	2.783,6	1.555,3	18,7	0,7	1.535,9	374,1	322,7	2,5	48,9	-	13,9	491,0	15,7	333,5
apr. <sup>(p)</sup>	2.710,1	1.479,4	18,1	0,7	1.460,7	378,1	326,5	2,4	49,2	-	14,7	487,5	15,8	334,7
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>														
2006	25.944,6	14.881,7	809,0	9.134,7	4.938,0	3.561,5	1.278,8	645,8	1.636,9	83,5	1.171,4	4.336,6	172,6	1.737,4
2007	29.448,1	16.894,2	954,5	10.139,0	5.800,8	3.890,1	1.196,9	952,9	1.740,3	93,5	1.293,8	4.886,1	205,7	2.184,7
2008 3° trim.	31.534,6	18.134,4	978,8	10.800,1	6.355,5	4.207,8	1.195,4	1.106,8	1.905,6	101,8	1.316,1	5.125,7	203,2	2.445,5
4° trim	31.840,7	18.053,5	967,6	10.768,2	6.317,6	4.630,8	1.244,7	1.406,3	1.979,8	98,7	1.199,7	4.756,6	211,6	2.889,8
2009 gen.	32.300,1	18.204,8	984,5	10.856,9	6.363,4	4.768,9	1.308,8	1.407,7	2.052,4	101,6	1.205,0	4.871,5	210,6	2.937,7
feb.	32.145,1	18.074,6	981,1	10.833,5	6.260,0	4.847,1	1.342,3	1.427,9	2.076,9	102,8	1.189,3	4.779,9	215,1	2.936,3
mar.	31.748,3	17.905,0	970,1	10.815,4	6.119,4	4.928,3	1.388,9	1.450,4	2.089,1	104,1	1.186,5	4.545,9	214,0	2.864,6
apr. <sup>(p)</sup>	31.859,6	17.900,8	982,2	10.811,5	6.107,1	4.995,7	1.406,4	1.472,5	2.116,8	103,5	1.218,6	4.612,2	213,0	2.812,3

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 3° trim.	2.473,4	705,4	932,3	51,3	17,7	863,3	-	0,1	264,4	288,1	283,1
4° trim	2.983,0	784,8	1.217,5	68,8	16,6	1.132,1	-	0,1	274,0	383,3	323,4
2009 gen.	2.830,2	761,9	1.093,1	102,5	19,1	971,6	-	0,1	302,6	329,1	343,3
feb.	2.772,6	763,8	1.075,8	110,9	22,3	942,6	-	0,1	313,8	301,5	317,7
mar.	2.783,6	768,9	1.114,9	135,6	23,3	956,0	-	0,1	296,4	301,6	301,8
apr. <sup>(p)</sup>	2.710,1	781,0	1.046,9	140,3	21,5	885,1	-	0,1	293,1	274,9	314,0
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>											
2006	25.944,6	-	13.265,1	124,1	7.901,8	5.239,3	698,3	4.233,6	1.454,1	3.991,4	2.302,2
2007	29.448,1	-	15.098,2	126,9	8.885,4	6.085,8	754,1	4.631,4	1.683,6	4.533,4	2.747,4
2008 3° trim.	31.534,6	-	16.234,4	139,9	9.347,6	6.746,8	833,2	4.851,4	1.756,1	4.890,5	2.968,9
4° trim	31.840,7	-	16.759,8	190,8	9.710,5	6.858,5	825,4	4.848,3	1.767,5	4.396,0	3.243,8
2009 gen.	32.300,1	-	16.816,2	222,6	9.756,7	6.836,9	859,8	4.920,2	1.788,0	4.679,2	3.236,8
feb.	32.145,1	-	16.706,6	228,2	9.762,0	6.716,5	880,4	4.970,6	1.784,2	4.572,1	3.231,2
mar.	31.748,3	-	16.605,8	216,1	9.785,2	6.604,4	885,2	4.931,8	1.796,1	4.347,0	3.182,3
apr. <sup>(p)</sup>	31.859,6	-	16.638,8	198,2	9.869,1	6.571,5	886,2	4.970,7	1.810,2	4.401,1	3.152,5

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle attività verso non residenti nell'area dell'euro.
- 3) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 4) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

**2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro <sup>1)</sup>**  
(miliardi di euro; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2006	19.710,1	9.964,0	828,7	9.135,3	2.114,5	1.466,3	648,2	811,4	4.687,9	187,3	1.945,0
2007	22.317,5	11.111,9	972,3	10.139,6	2.376,9	1.422,0	954,9	882,2	5.259,8	220,9	2.465,9
2008 3° trim.	23.777,8	11.798,0	997,3	10.800,7	2.542,0	1.432,8	1.109,2	874,3	5.608,1	219,2	2.736,2
4° trim	24.107,5	11.755,1	986,2	10.768,9	2.961,4	1.552,6	1.408,8	786,3	5.236,4	227,3	3.141,1
2009 gen.	24.501,2	11.860,7	1.003,1	10.857,6	3.033,6	1.623,5	1.410,1	789,2	5.395,3	226,6	3.195,8
feb.	24.441,1	11.833,9	999,7	10.834,2	3.091,2	1.660,6	1.430,6	777,1	5.310,5	230,9	3.197,5
mar.	24.158,8	11.804,9	988,8	10.816,1	3.164,5	1.711,6	1.452,9	773,6	5.037,0	229,7	3.149,1
apr. <sup>(p)</sup>	24.246,0	11.812,4	1.000,3	10.812,1	3.207,7	1.732,8	1.474,8	798,7	5.099,7	228,7	3.095,2
<b>Transazioni</b>											
2006	1.999,3	874,8	-14,2	889,0	13,0	-94,0	107,1	97,9	805,5	6,4	201,7
2007	2.573,3	1.014,8	-9,9	1.024,7	232,2	-46,3	278,5	55,5	781,3	-0,5	490,0
2008	1.611,7	601,2	12,5	588,7	373,0	58,1	314,9	-56,0	-70,5	-2,1	766,1
2008 4° trim.	221,5	-43,9	-9,3	-34,6	207,5	52,4	155,1	-70,9	-320,5	0,9	448,3
2009 1° trim	-153,2	8,2	1,6	6,6	185,2	143,5	41,7	-0,8	-297,1	0,9	-50,3
2009 gen.	100,6	41,5	15,4	26,2	50,8	56,5	-5,7	10,9	-34,5	-2,2	33,4
feb.	-98,6	-25,6	-3,3	-22,2	57,8	36,5	21,3	-7,4	-113,4	4,4	-14,4
mar.	-155,2	-7,8	-10,4	2,6	76,6	50,5	26,1	-4,3	-149,2	-1,2	-69,3
apr. <sup>(p)</sup>	62,4	7,0	11,6	-4,6	44,1	21,1	23,1	21,7	41,8	-1,0	-54,8

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
<b>Consistenze</b>										
2006	19.710,1	592,3	157,8	7.917,7	614,6	2.569,8	1.285,5	4.026,7	2.537,7	7,9
2007	22.317,5	638,6	150,8	8.904,5	660,4	2.849,6	1.492,7	4.599,4	3.077,7	-56,5
2008 3° trim.	23.777,8	657,2	191,2	9.365,3	731,1	2.906,9	1.563,9	5.178,6	3.252,1	-68,7
4° trim	24.107,5	723,0	259,6	9.727,1	726,3	2.828,2	1.613,6	4.779,3	3.567,2	-117,1
2009 gen.	24.501,2	712,3	325,1	9.775,8	757,9	2.822,4	1.660,5	5.008,3	3.580,1	-141,6
feb.	24.441,1	716,0	339,1	9.784,3	777,3	2.848,2	1.672,3	4.873,6	3.548,8	-118,7
mar.	24.158,8	720,0	351,7	9.808,5	780,9	2.793,9	1.665,7	4.648,6	3.484,1	-95,0
apr. <sup>(p)</sup>	24.246,0	729,2	338,5	9.890,6	782,4	2.804,8	1.668,8	4.676,0	3.466,6	-111,2
<b>Transazioni</b>										
2006	1.999,3	59,4	-15,2	681,4	27,6	284,3	59,7	600,6	253,6	48,0
2007	2.573,3	45,8	-13,4	838,8	54,5	270,0	150,1	774,5	465,7	-13,1
2008	1.611,7	83,3	106,1	606,7	29,8	-27,8	141,0	64,9	666,8	-59,2
2008 4° trim.	221,5	65,8	68,4	204,7	-10,4	-79,7	43,4	-393,7	371,8	-48,8
2009 1° trim	-153,2	-4,4	89,2	25,3	55,9	-44,9	37,4	-195,1	-114,1	-2,4
2009 gen.	100,6	-12,0	62,5	-19,7	32,7	-40,9	23,4	84,6	42,0	-72,0
feb.	-98,6	3,6	14,0	9,0	19,6	23,6	9,1	-146,6	-49,1	18,3
mar.	-155,2	4,0	12,7	36,0	3,6	-27,6	4,9	-133,1	-107,0	51,3
apr. <sup>(p)</sup>	62,4	9,3	-12,9	79,0	2,8	6,1	6,7	6,3	-14,9	-20,0

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 3) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

## 2.3 Statistiche monetarie <sup>1)</sup>

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Aggregati monetari <sup>2)</sup> e loro contropartite

	M1		M2		M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro			Attività nette sull'estero <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5				6	7	8		9		11
													Prestiti	Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni <sup>3)</sup>	
<b>Consistenze</b>															
2006	3.685,1	2.959,0	6.644,1	1.099,6	7.743,7	-	5.427,8	2.319,8	10.619,0	9.148,3	-	637,3			
2007	3.837,7	3.518,3	7.356,1	1.308,5	8.664,6	-	5.968,1	2.416,2	12.003,9	10.156,5	-	634,7			
2008 3° trim.	3.894,3	3.986,1	7.880,4	1.367,3	9.247,7	-	6.123,8	2.443,8	12.801,8	10.793,3	-	434,7			
4° trim.	3.981,9	4.046,2	8.028,2	1.379,0	9.407,2	-	6.294,2	2.562,1	12.985,7	10.784,7	-	430,0			
2009 gen.	4.103,6	3.986,2	8.089,8	1.307,3	9.397,1	-	6.446,1	2.626,1	13.085,1	10.872,0	-	371,0			
feb.	4.138,5	3.978,8	8.117,3	1.321,9	9.439,2	-	6.494,5	2.657,7	13.090,2	10.861,5	-	419,1			
mar.	4.123,3	3.960,5	8.083,8	1.312,4	9.396,3	-	6.460,1	2.688,5	13.044,4	10.814,0	-	388,2			
apr. <sup>(p)</sup>	4.200,1	3.959,9	8.160,1	1.318,2	9.478,3	-	6.482,0	2.713,9	13.019,0	10.796,8	-	453,2			
<b>Transazioni</b>															
2006	260,5	308,8	569,2	130,1	699,3	-	428,2	-112,2	1.102,7	896,5	964,5	204,0			
2007	148,8	529,7	678,5	224,3	902,8	-	467,1	-59,6	1.362,1	1.028,5	1.119,9	5,0			
2008	125,9	487,0	612,9	44,3	657,2	-	172,6	70,6	843,2	587,5	774,3	-136,8			
2008 4° trim.	85,0	57,2	142,3	9,8	152,1	-	8,1	51,5	54,7	-11,3	86,0	40,9			
2009 1° trim.	107,5	-103,9	3,6	-62,4	-58,8	-	130,9	109,9	27,5	-11,4	18,9	-75,0			
2009 gen.	83,3	-84,8	-1,5	-66,4	-68,0	-	81,3	48,1	37,6	24,8	34,9	-108,1			
feb.	34,8	-6,3	28,5	14,8	43,3	-	43,1	31,0	11,9	-9,4	-1,2	31,5			
mar.	-10,6	-12,8	-23,4	-10,7	-34,1	-	6,6	30,7	-22,1	-26,7	-14,8	1,6			
apr. <sup>(p)</sup>	92,6	-18,0	74,6	6,8	81,4	-	19,5	25,4	-28,2	-17,9	-2,0	65,1			
<b>Variazioni percentuali</b>															
2006 dic.	7,6	11,6	9,4	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,6	11,6	10,8	11,6	204,0			
2007 dic.	4,0	17,9	10,2	20,5	11,6	11,9	8,6	-2,6	12,8	11,2	12,1	5,0			
2008 set.	1,2	17,8	9,0	7,4	8,7	8,8	5,0	0,9	10,1	8,5	9,6	-221,4			
dic.	3,3	13,7	8,3	3,3	7,5	7,0	2,9	2,9	7,0	5,8	7,5	-136,8			
2009 gen.	5,1	10,0	7,5	-2,8	5,9	6,4	3,6	5,1	6,4	5,1	6,9	-236,0			
feb.	6,3	7,7	7,0	-1,0	5,8	5,6	4,6	6,7	5,7	4,3	6,1	-185,7			
mar.	5,9	6,3	6,1	-1,1	5,0	5,2	4,4	7,7	4,7	3,2	5,0	-153,0			
apr. <sup>(p)</sup>	8,4	3,4	5,9	-0,9	4,9	.	4,3	8,0	3,7	2,4	4,1	-40,5			

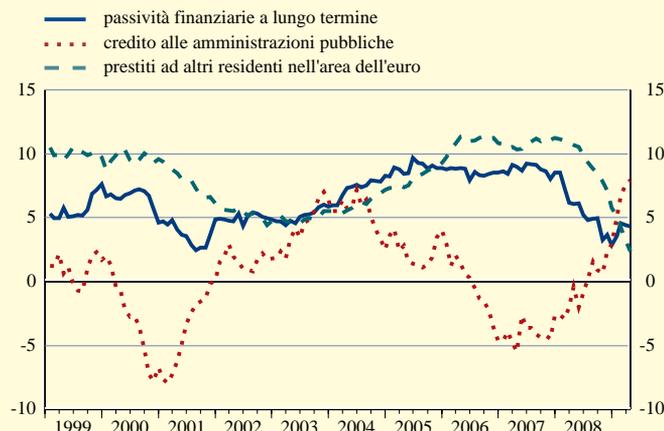
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



### F2 Contropartite <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali. I tassi di crescita mensili e a più breve termine sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregate/aggr/html/index.en.html>.

2) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle amministrazioni centrali (per M1, M2 e M3 cfr. il Glossario).

3) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dei bilanci delle IFM a seguito di una loro cessione o cartolarizzazione.

4) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.

**2.3 Statistiche monetarie <sup>1)</sup>**

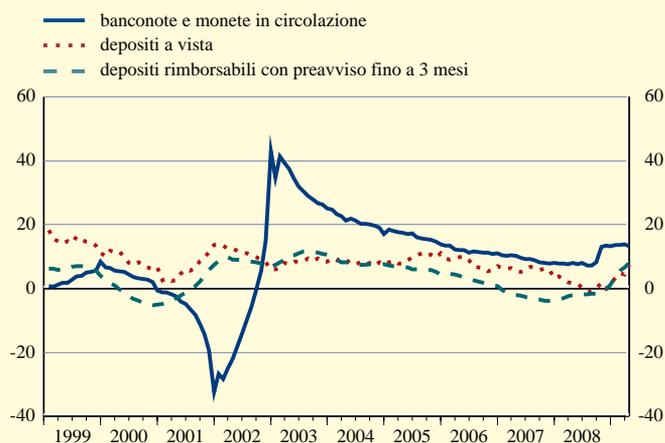
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

**2. Componenti degli aggregati monetari e passività finanziarie a lungo termine**

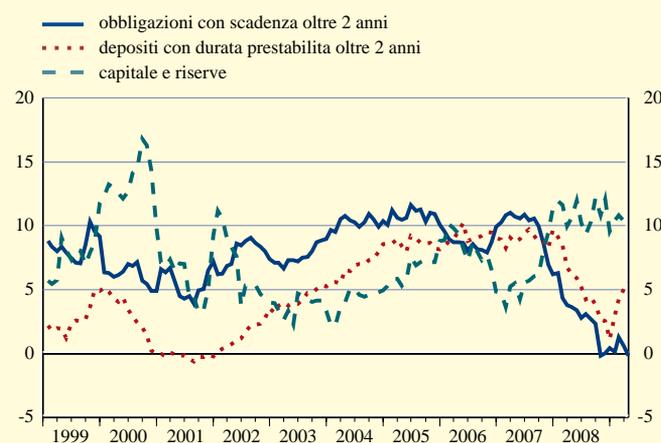
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2006	578,4	3.106,7	1.404,9	1.554,1	267,1	636,5	196,0	2.385,7	102,0	1.659,9	1.280,2
2007	625,6	3.212,2	1.977,3	1.541,1	307,4	686,2	314,9	2.547,4	119,3	1.814,8	1.486,6
2008 3° trim.	662,9	3.231,4	2.453,8	1.532,2	342,5	736,5	288,2	2.616,7	114,8	1.833,3	1.558,9
4° trim.	710,0	3.271,9	2.478,8	1.567,4	354,1	756,2	268,8	2.573,1	121,2	1.992,8	1.607,0
2009 gen.	716,8	3.386,9	2.387,9	1.598,3	322,8	766,1	218,4	2.625,9	123,7	2.039,9	1.656,6
feb.	721,8	3.416,7	2.354,5	1.624,3	327,7	777,3	216,9	2.641,5	123,0	2.059,6	1.670,4
mar.	727,5	3.395,8	2.318,2	1.642,4	337,5	780,5	194,5	2.600,2	124,2	2.075,6	1.660,0
apr. <sup>(p)</sup>	729,8	3.470,4	2.292,6	1.667,3	338,4	770,9	208,8	2.595,5	125,9	2.089,7	1.670,8
<b>Transazioni</b>											
2006	57,3	203,1	297,9	10,8	30,1	29,9	70,0	216,4	15,3	137,6	58,9
2007	46,7	102,1	582,3	-52,5	42,2	58,7	123,4	147,5	9,7	160,4	149,5
2008	83,4	42,5	467,2	19,8	48,1	33,2	-37,0	10,8	0,6	20,8	140,5
2008 4° trim.	47,1	37,9	22,2	35,0	13,2	13,7	-17,1	-46,5	6,5	6,4	41,7
2009 1° trim.	16,1	91,4	-178,5	74,6	-16,7	25,7	-71,3	13,1	2,2	77,3	38,3
2009 gen.	5,4	77,9	-115,1	30,3	-31,5	11,1	-46,0	12,9	1,7	40,6	26,1
feb.	5,1	29,8	-32,4	26,1	4,9	11,4	-1,5	13,4	-0,6	19,2	11,1
mar.	5,6	-16,2	-31,0	18,2	9,9	3,2	-23,8	-13,2	1,2	17,5	1,0
apr. <sup>(p)</sup>	2,3	90,3	-43,6	25,6	0,9	-8,3	14,1	-9,2	1,0	13,3	14,4
<b>Variazioni percentuali</b>											
2006 dic.	11,0	7,0	26,8	0,7	12,8	4,8	55,2	9,9	17,7	9,0	4,8
2007 dic.	8,1	3,3	41,3	-3,4	15,8	9,2	63,6	6,2	9,5	9,7	11,4
2008 set.	8,2	-0,1	34,4	-1,7	16,5	4,1	5,4	2,3	-5,6	3,8	12,2
dic.	13,3	1,3	23,4	1,3	15,6	4,8	-12,2	0,4	0,5	1,1	9,6
2009 gen.	13,7	3,4	14,6	3,9	5,9	2,6	-25,5	0,1	0,6	3,0	10,4
feb.	13,6	4,8	9,3	5,6	5,4	3,4	-20,2	1,3	1,3	4,2	10,8
mar.	13,8	4,4	6,2	6,6	8,5	4,2	-27,3	0,6	3,7	5,0	10,3
apr. <sup>(p)</sup>	13,2	7,4	0,3	8,0	4,0	3,3	-19,4	-0,2	5,1	5,5	10,4

**F3 Componenti degli aggregati monetari <sup>1)</sup>**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)


**F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine <sup>1)</sup>**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

## 2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>

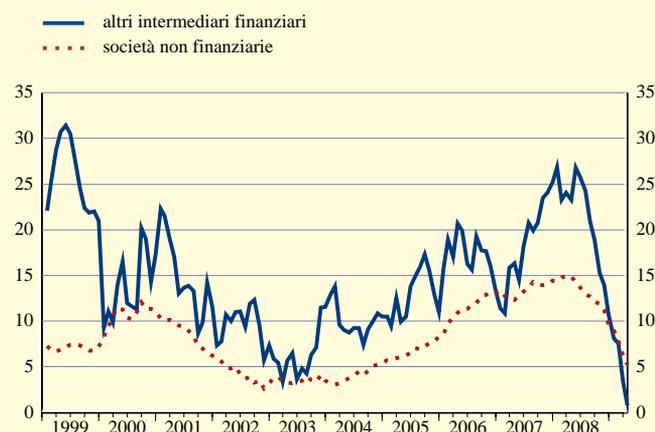
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati, dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Prestiti agli intermediari finanziari alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione	Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>	Società non finanziarie			Famiglie <sup>4)</sup>				
	Totale	Totale	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2006	92,2	703,9	3.836,9	1.141,6	707,0	1.988,3	4.515,3	584,2	3.194,3	736,8
2007	107,4	877,5	4.383,4	1.282,6	859,5	2.241,2	4.788,2	616,1	3.419,9	752,2
2008 3° trim.	102,0	1.002,9	4.769,5	1.378,5	954,3	2.436,7	4.918,8	636,8	3.514,8	767,1
4° trim	103,7	974,6	4.824,2	1.384,0	960,8	2.479,4	4.882,1	630,6	3.482,1	769,4
2009 gen.	98,2	990,3	4.884,6	1.394,3	978,1	2.512,2	4.898,9	639,6	3.488,9	770,3
feb.	96,2	986,1	4.880,0	1.374,1	980,7	2.525,2	4.899,2	640,8	3.490,9	767,5
mar.	103,2	970,4	4.850,3	1.350,1	973,9	2.526,3	4.890,1	641,0	3.482,4	766,7
apr. <sup>(p)</sup>	101,4	961,8	4.842,7	1.334,1	979,2	2.529,5	4.890,8	635,6	3.483,8	771,4
<b>Transazioni</b>										
2006	20,2	86,9	444,8	100,9	123,0	220,8	344,7	42,3	281,9	20,4
2007	16,8	176,3	555,9	146,1	156,0	253,8	279,5	31,5	227,0	21,0
2008	-4,2	90,0	421,7	88,5	120,1	213,1	80,1	10,7	52,0	17,3
2008 4° trim.	1,6	-29,4	55,2	-4,0	24,4	34,8	-38,7	-6,6	-34,9	2,8
2009 1° trim.	-3,9	-11,2	10,6	-38,8	7,9	41,4	-6,8	2,5	-7,6	-1,7
2009 gen.	-5,7	5,2	28,7	-0,3	9,2	19,8	-3,5	-0,1	-3,3	-0,1
feb.	-2,0	-5,6	-3,5	-19,3	2,6	13,2	1,7	1,7	2,2	-2,2
mar.	3,7	-10,8	-14,6	-19,2	-3,9	8,4	-5,1	0,9	-6,5	0,6
apr. <sup>(p)</sup>	-1,8	-9,6	-5,0	-15,7	5,7	4,9	-1,5	-5,6	0,8	3,3
<b>Variazioni percentuali</b>										
2006 dic.	27,9	14,0	13,1	9,7	20,8	12,4	8,2	7,7	9,7	2,9
2007 dic.	18,2	24,9	14,5	12,8	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,9
2008 set.	-8,0	18,8	12,1	9,8	17,5	11,4	3,8	4,5	4,0	2,5
dic.	-3,9	10,3	9,6	6,9	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 gen.	-4,7	8,3	9,0	6,1	13,0	9,1	1,2	1,5	0,9	1,9
feb.	-8,1	7,8	7,8	3,3	12,0	8,7	0,7	1,1	0,4	1,4
mar.	-5,5	3,5	6,3	0,1	10,4	8,3	0,4	0,9	0,1	1,3
apr. <sup>(p)</sup>	-2,2	0,6	5,2	-1,4	9,9	7,2	0,1	-0,4	-0,2	1,8

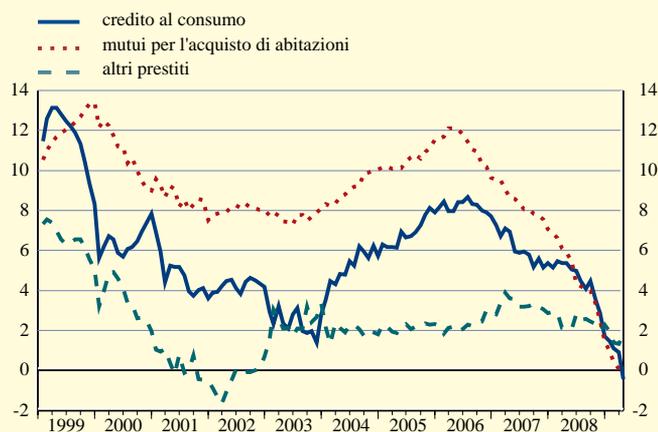
### F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



### F6 Prestiti alle famiglie <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

4) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

**2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>**

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

**2. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie**

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>				Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2007	95,6	71,2	7,5	17,0	862,2	522,5	148,0	191,7	4.386,2	1.278,0	859,2	2.249,1
2008 3° trim.	101,8	78,0	6,4	17,5	1.011,6	616,3	169,5	225,8	4.761,1	1.374,6	953,5	2.433,0
4° trim.	92,3	68,5	5,7	18,0	960,8	553,9	168,8	238,0	4.827,0	1.378,3	960,6	2.488,1
2009 gen.	96,8	72,7	6,5	17,5	984,9	567,0	178,3	239,6	4.881,6	1.389,8	976,7	2.515,0
feb.	94,3	70,1	6,5	17,6	982,7	560,0	179,7	243,0	4.869,0	1.367,1	978,8	2.523,2
mar.	102,1	75,6	6,3	20,2	986,9	569,1	180,0	237,8	4.846,0	1.347,3	974,3	2.524,4
apr. <sup>(p)</sup>	103,4	76,9	5,8	20,7	984,6	562,7	180,6	241,3	4.845,6	1.338,2	978,7	2.528,8
<b>Transazioni</b>												
2007	15,0	16,7	-5,2	3,5	175,0	113,4	34,1	27,5	555,7	144,9	156,1	254,7
2008	-3,8	-2,9	-1,8	0,9	91,4	27,2	21,5	42,7	421,7	87,7	120,1	213,9
2008 4° trim.	-9,7	-9,6	-0,6	0,6	-51,9	-60,8	0,1	8,8	66,5	-5,7	25,0	47,2
2009 1° trim.	6,4	5,7	0,6	0,1	19,1	10,5	11,2	-2,6	3,5	-35,9	8,6	30,8
2009 gen.	4,3	4,1	0,8	-0,5	13,6	5,9	8,8	-1,2	22,9	0,9	8,1	14,0
feb.	-2,5	-2,6	0,0	0,1	-3,5	-7,6	1,3	2,8	-11,4	-21,9	2,1	8,4
mar.	4,6	4,3	-0,2	0,5	9,1	12,2	1,1	-4,2	-8,0	-14,9	-1,5	8,4
apr. <sup>(p)</sup>	1,4	1,3	-0,5	0,6	-3,4	-7,3	0,3	3,5	2,2	-8,8	4,8	6,2
<b>Variazioni percentuali</b>												
2007 dic.	18,2	30,6	-41,1	23,5	25,1	27,2	29,6	16,7	14,5	12,7	22,1	12,8
2008 set.	-7,6	-10,6	-26,1	18,7	18,9	15,6	24,5	24,7	12,1	9,8	17,5	11,4
dic.	-3,9	-4,0	-23,7	5,0	10,7	5,4	14,6	22,2	9,6	6,8	13,9	9,4
2009 gen.	-4,7	-5,4	-18,1	5,1	8,1	0,5	20,6	20,5	9,0	6,0	13,0	9,1
feb.	-8,3	-10,1	-17,1	4,4	7,5	-1,0	19,9	22,7	7,8	3,2	12,0	8,7
mar.	-5,3	-7,3	-17,2	10,4	3,5	-5,2	19,7	17,4	6,3	0,1	10,4	8,3
apr. <sup>(p)</sup>	-2,2	-2,5	-23,8	8,5	0,8	-9,5	19,3	18,5	5,2	-1,4	9,9	7,2

**3. Prestiti alle famiglie <sup>4)</sup>**

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2007	4.794,9	618,4	137,5	203,9	276,9	3.423,3	15,9	73,7	3.333,7	753,2	147,4	104,0	501,8
2008 3° trim.	4.925,6	638,3	139,3	201,4	297,6	3.519,9	16,8	71,7	3.431,4	767,3	149,6	100,0	517,8
4° trim.	4.888,2	632,8	138,8	196,1	298,0	3.484,8	17,2	67,5	3.400,2	770,5	155,0	90,5	524,9
2009 gen.	4.893,6	637,7	137,0	202,8	297,9	3.487,2	17,2	65,9	3.404,1	768,8	152,4	89,5	526,8
feb.	4.887,5	635,4	135,9	201,8	297,8	3.485,8	17,1	65,5	3.403,3	766,3	150,4	88,9	527,0
mar.	4.880,4	638,0	137,6	201,7	298,7	3.477,0	17,3	66,9	3.392,8	765,4	151,0	88,3	526,1
apr. <sup>(p)</sup>	4.877,8	633,8	136,0	199,8	298,1	3.475,1	17,2	66,8	3.391,2	768,9	149,5	88,5	530,8
<b>Transazioni</b>													
2007	278,9	31,5	3,8	1,1	26,6	226,4	0,9	2,3	223,2	21,1	1,7	4,4	14,9
2008	79,4	10,7	1,1	-9,1	18,6	51,4	1,1	-3,8	54,1	17,4	2,5	-5,3	20,2
2008 4° trim.	-39,4	-5,9	-0,3	-5,7	0,1	-37,2	0,3	-2,3	-35,2	3,7	0,8	-1,9	4,7
2009 1° trim.	-22,5	-2,7	-1,2	-2,1	0,6	-15,8	0,1	-2,0	-13,8	-4,0	-3,9	-2,0	1,9
2009 gen.	-14,7	-4,2	-2,1	-1,2	-0,9	-7,8	0,0	-1,7	-6,1	-2,7	-3,0	-0,9	1,2
feb.	-4,7	-1,8	-1,0	-0,9	0,1	-1,1	-0,2	-0,4	-0,5	-1,8	-1,9	-0,6	0,7
mar.	-3,1	3,2	1,9	0,0	1,3	-6,9	0,2	0,1	-7,2	0,5	1,0	-0,4	0,0
apr. <sup>(p)</sup>	-4,7	-4,3	-1,7	-1,8	-0,8	-2,5	-0,1	-0,1	-2,2	2,0	-1,5	0,3	3,2
<b>Variazioni percentuali</b>													
2007 dic.	6,2	5,4	2,8	0,5	10,7	7,1	6,0	3,2	7,2	2,9	1,2	4,3	3,0
2008 set.	3,8	4,5	4,2	-1,3	9,0	4,0	4,8	-1,3	4,1	2,5	2,2	-2,3	3,5
dic.	1,7	1,7	0,8	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,6	2,3	1,7	-5,1	4,0
2009 gen.	1,2	1,5	0,3	-4,2	6,2	0,9	7,9	-7,3	1,1	1,9	1,0	-6,6	4,0
feb.	0,7	1,1	0,3	-4,3	5,4	0,4	7,5	-7,6	0,6	1,4	0,5	-7,4	3,4
mar.	0,4	0,9	1,1	-4,5	4,7	0,1	7,1	-7,2	0,2	1,3	0,0	-7,7	3,6
apr. <sup>(p)</sup>	0,1	-0,5	0,1	-6,2	3,3	-0,2	6,7	-7,2	-0,1	1,8	-0,1	-5,4	3,7

Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

4) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

## 2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 4. Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2006	809,0	104,0	232,5	446,6	25,8	2.931,8	2.070,6	861,2	63,1	798,1
2007	954,5	213,4	217,6	494,0	29,4	3.307,6	2.352,4	955,1	59,8	895,3
2008 2° trim.	974,0	220,4	215,1	496,4	42,0	3.321,2	2.312,5	1.008,8	63,0	945,8
3° trim.	978,8	225,6	210,0	497,8	45,4	3.525,7	2.461,8	1.063,9	61,8	1.002,0
4° trim.	967,6	226,9	210,1	508,4	22,2	3.250,1	2.284,6	965,5	57,8	907,7
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	970,1	229,4	205,6	512,8	22,3	3.056,8	2.114,5	942,3	57,1	885,2
<b>Transazioni</b>										
2006	-13,2	-17,5	-14,3	22,0	-3,4	536,5	408,5	128,0	-0,1	128,1
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	541,6	382,1	159,5	0,3	159,2
2008	13,3	12,3	-8,1	16,3	-7,2	-51,7	-82,8	30,9	0,6	30,3
2008 2° trim.	17,7	9,7	2,1	1,1	4,8	-98,9	-93,4	-5,4	1,6	-7,0
3° trim.	4,5	4,9	-5,2	1,4	3,4	90,8	73,5	17,3	-3,2	20,5
4° trim.	-9,4	1,1	-0,2	12,8	-23,2	-256,3	-182,5	-73,9	-0,7	-73,2
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	1,5	2,1	-4,4	3,8	0,1	-236,7	-201,8	-41,2	-1,9	-39,3
<b>Variazioni percentuali</b>										
2006 dic.	-1,6	-14,0	-5,8	5,2	-11,6	21,9	24,0	17,2	-0,1	18,9
2007 dic.	-1,0	-4,3	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,6	18,8	0,5	20,3
2008 giu.	2,4	7,5	-1,8	2,4	11,7	7,8	4,7	15,4	9,5	15,8
set.	3,4	13,2	-1,9	2,7	9,6	8,0	5,2	15,0	1,8	15,9
dic.	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,4	-1,5	-3,5	3,3	0,9	3,5
2009 mar. <sup>(p)</sup>	1,5	8,4	-3,6	3,9	-40,0	-14,2	-16,3	-9,9	-6,8	-10,1

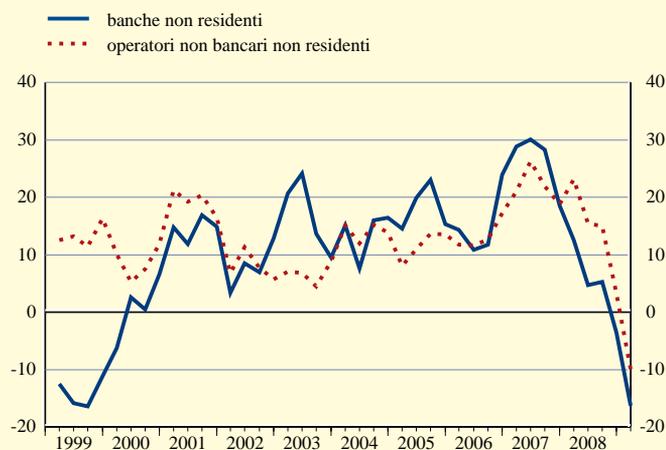
### F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



### F8 Prestiti ai non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

## 2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM <sup>1), 2)</sup>

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

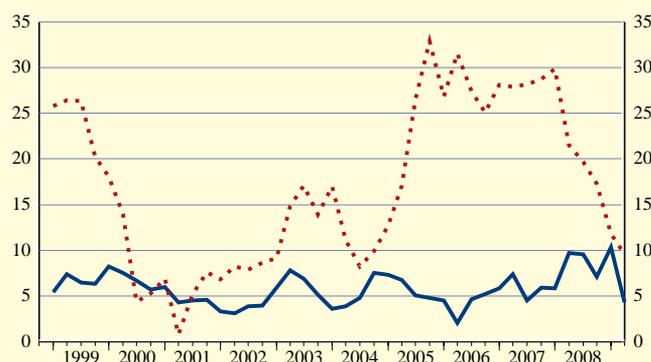
### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze</b>														
2006	656,2	70,0	59,8	499,1	1,0	1,4	24,9	1.135,6	281,8	249,7	468,2	10,5	0,2	125,1
2007	691,7	70,9	70,5	527,5	0,8	1,1	20,8	1.466,4	312,5	345,7	648,6	12,2	0,3	147,1
2008 3° trim.	730,4	75,2	91,0	541,1	1,2	1,6	20,4	1.634,5	322,5	443,7	669,1	11,6	0,1	187,5
4° trim.	765,4	83,8	117,1	538,9	1,1	1,5	23,1	1.804,1	320,9	420,5	853,4	12,3	0,1	197,0
2009 gen.	766,3	99,8	99,7	544,0	1,2	1,5	20,2	1.804,0	341,9	363,6	880,6	12,9	0,1	204,9
feb.	759,9	92,5	98,6	544,5	1,4	1,5	21,3	1.820,9	342,3	359,0	893,5	14,1	0,1	212,0
mar.	763,4	91,7	99,7	546,7	2,3	1,5	21,4	1.839,4	333,4	348,8	908,0	14,4	0,0	234,7
apr. <sup>(p)</sup>	764,9	89,4	101,1	550,3	1,8	1,5	20,8	1.861,4	326,4	372,5	908,3	16,1	0,0	238,1
<b>Transazioni</b>														
2006	36,4	2,0	4,9	25,4	-0,3	0,0	4,4	247,4	45,2	67,0	129,8	0,3	0,1	4,9
2007	38,5	0,8	10,5	31,9	-0,3	-0,3	-4,1	339,0	34,0	98,7	180,4	1,7	0,1	24,1
2008	71,7	12,4	44,9	12,4	-0,3	0,1	2,2	172,9	4,6	71,4	46,6	-0,3	-0,3	50,9
2008 4° trim.	36,7	8,5	26,1	-0,3	-0,1	-0,1	2,7	13,7	-2,3	-23,5	27,8	0,6	0,0	11,1
2009 1° trim.	-6,9	5,5	-18,9	7,8	0,5	0,0	-1,7	31,4	10,6	-72,2	53,2	2,1	0,0	37,7
2009 gen.	-1,0	15,4	-18,6	5,0	0,1	0,0	-2,9	-8,7	17,9	-58,7	23,8	0,5	0,0	7,8
feb.	-6,5	-7,3	-1,1	0,5	0,2	0,0	1,2	15,7	-0,3	-4,7	12,5	1,2	0,0	7,1
mar.	0,7	-2,6	0,9	2,2	0,2	0,0	0,1	24,4	-7,0	-8,8	17,0	0,5	0,0	22,9
apr. <sup>(p)</sup>	1,4	-2,4	1,3	3,5	-0,5	0,0	-0,6	20,6	9,4	6,7	-0,5	1,7	0,0	3,4
<b>Variazioni percentuali</b>														
2006 dic.	5,9	2,9	9,0	5,4	-20,4	-	21,2	28,1	19,4	36,6	38,7	2,6	-	4,0
2007 dic.	5,9	1,1	17,5	6,4	-25,3	-	-16,4	29,9	12,0	39,7	38,5	16,4	-	19,1
2008 set.	7,1	10,8	38,9	3,2	-20,3	-	-3,1	17,3	-3,3	45,3	15,5	-11,7	-	16,1
dic.	10,3	17,3	62,1	2,4	-23,4	-	10,5	11,8	1,4	20,8	7,2	-2,3	-	34,6
2009 gen.	6,5	18,5	26,0	3,1	-18,1	-	-20,2	9,3	1,2	6,6	10,2	-2,3	-	25,3
feb.	6,8	26,2	24,4	2,6	-12,6	-	-13,7	10,0	5,8	-4,6	13,1	14,8	-	28,3
mar.	4,3	8,8	13,8	2,4	-3,4	-	-2,2	9,6	-1,7	-3,4	13,9	6,4	-	39,4
apr. <sup>(p)</sup>	4,6	15,6	10,3	2,7	-13,5	-	-8,1	8,7	8,1	-9,8	12,9	11,7	-	31,9

### F9 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

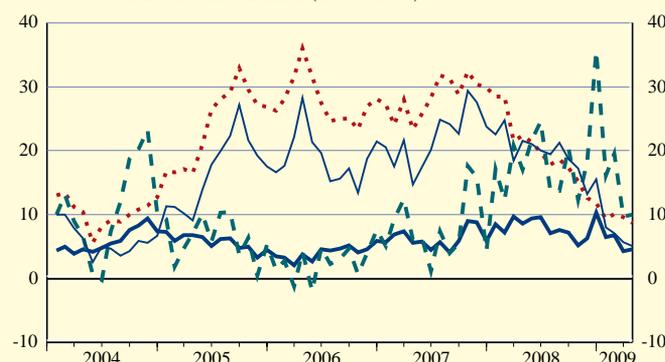
- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- ... altri intermediari finanziari (totale)



### F10 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- ... altri intermediari finanziari (totale)
- società di assicurazione e di fondi pensione (inclusi in M3)<sup>4)</sup>
- ... altri intermediari finanziari (inclusi in M3)<sup>5)</sup>



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Questa categoria include i fondi di investimento.
- 4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.
- 5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

## 2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM <sup>1), 2)</sup>

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

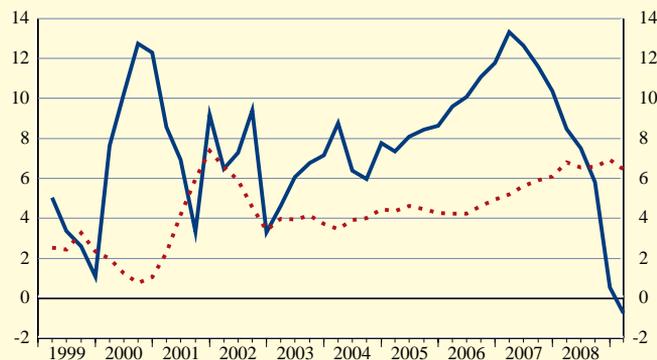
### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Consistenze</b>														
2006	1.352,7	855,0	361,3	69,4	40,9	1,3	24,8	4.551,7	1.751,4	668,9	607,4	1.354,3	99,8	70,0
2007	1.488,8	888,9	485,3	59,6	29,9	1,4	23,7	4.990,6	1.778,9	993,3	561,6	1.458,6	111,1	87,1
2008 3° trim.	1.517,4	879,9	520,8	64,2	26,0	1,4	25,1	5.203,5	1.751,0	1.270,4	525,1	1.446,0	103,0	108,0
4° trim.	1.516,4	889,9	508,6	64,6	28,3	1,3	23,7	5.370,2	1.814,7	1.350,1	517,9	1.490,2	113,6	83,7
2009 gen.	1.494,4	884,0	488,2	67,1	32,4	1,3	21,3	5.439,6	1.859,0	1.335,8	522,8	1.530,9	114,4	76,6
feb.	1.480,0	868,2	483,3	68,6	35,8	1,3	22,7	5.448,9	1.883,4	1.309,4	522,7	1.549,3	114,3	69,9
mar.	1.487,5	878,2	479,7	70,3	38,7	1,3	19,2	5.447,0	1.900,0	1.280,7	524,5	1.565,4	114,9	61,4
apr. <sup>(p)</sup>	1.503,6	881,3	485,3	71,7	42,8	1,4	21,1	5.489,7	1.957,7	1.241,6	534,8	1.582,9	115,8	56,8
<b>Transazioni</b>														
2006	143,0	86,8	56,0	3,5	-3,6	0,1	0,1	215,1	65,6	137,5	-23,0	2,4	15,3	17,2
2007	140,2	34,1	126,8	-8,1	-10,8	-0,7	-1,1	282,9	22,4	320,9	-45,4	-43,2	11,2	17,1
2008	8,2	-4,6	13,3	3,3	-3,6	-0,3	0,0	347,6	28,6	335,6	-43,1	28,1	1,7	-3,4
2008 4° trim.	-2,9	9,0	-13,4	0,7	2,3	-0,1	-1,4	163,1	63,2	76,7	-7,0	44,0	10,6	-24,4
2009 1° trim.	-39,0	-17,0	-33,0	4,3	11,1	0,0	-4,4	40,3	64,0	-81,0	4,1	75,0	0,5	-22,2
2009 gen.	-38,6	-15,7	-26,8	2,2	4,1	0,0	-2,4	29,0	22,3	-28,8	2,3	40,3	0,0	-7,1
feb.	-13,6	-15,3	-4,8	1,6	3,4	0,0	1,4	10,3	24,4	-25,4	-0,3	18,3	-0,1	-6,6
mar.	13,2	14,0	-1,4	0,6	3,5	0,0	-3,5	1,1	17,4	-26,8	2,0	16,3	0,6	-8,5
apr. <sup>(p)</sup>	16,4	3,8	5,2	1,3	4,1	0,0	1,9	41,2	56,6	-39,3	10,3	18,1	0,3	-4,7
<b>Variazioni percentuali</b>														
2006 dic.	11,8	11,3	18,2	5,2	-8,1	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,6	0,2	18,1	32,6
2007 dic.	10,4	4,0	35,1	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 set.	5,8	3,0	14,7	-2,7	-23,2	-17,3	3,0	6,6	-0,6	40,8	-7,0	-1,0	-5,2	28,6
dic.	0,6	-0,5	2,8	5,4	-11,4	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 gen.	1,7	2,8	-1,2	9,1	6,3	-17,2	-4,5	6,9	4,1	24,7	-6,5	4,5	1,5	-16,5
feb.	-0,4	1,8	-6,4	11,0	20,7	-11,0	-2,7	6,9	6,4	19,4	-5,7	5,8	2,2	-27,1
mar.	-0,7	1,2	-6,8	12,3	31,5	-9,5	-16,0	6,4	6,8	15,1	-4,5	6,6	4,7	-35,8
apr. <sup>(p)</sup>	-0,4	2,6	-9,8	13,3	50,9	-3,4	0,5	6,3	9,1	8,3	-1,9	7,8	6,2	-41,8

### FI1 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

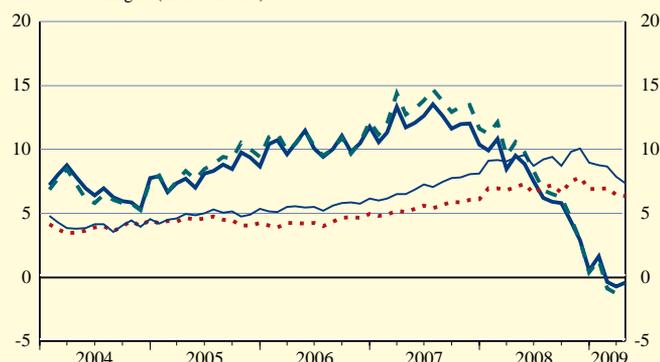
— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)



### FI2 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)  
 - - - società non finanziarie (inclusi in M3)<sup>4)</sup>  
 — famiglie (inclusi in M3)<sup>5)</sup>



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Questa categoria include le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

## 2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM <sup>1), 2)</sup>

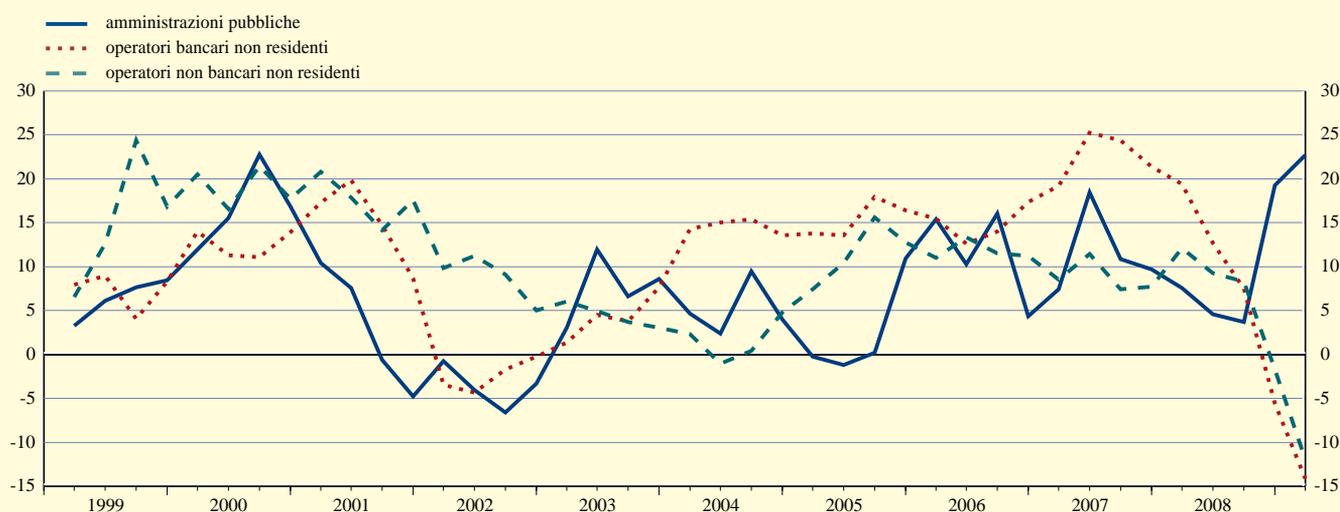
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 3. Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2006	329,6	124,1	45,4	91,4	68,8	3.430,0	2.561,5	868,6	128,5	740,1
2007	374,8	126,9	59,0	108,5	80,4	3.857,3	2.948,5	908,8	143,3	765,5
2008 2° trim.	412,3	156,0	56,4	113,5	86,4	4.020,6	3.041,2	979,4	129,3	850,1
3° trim.	401,7	139,9	61,7	114,4	85,7	4.145,6	3.142,2	1.003,4	141,8	861,6
4° trim.	445,1	190,8	52,3	116,1	85,9	3.707,4	2.809,9	897,5	65,8	831,7
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	464,0	216,1	50,6	113,5	83,8	3.662,5	2.793,6	868,8	63,1	805,7
<b>Transazioni</b>										
2006	13,6	-24,6	7,0	7,6	23,6	475,9	387,2	88,7	6,6	82,1
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	610,6	543,5	67,1	20,2	46,8
2008	72,3	63,5	-6,5	8,4	7,0	-181,9	-164,8	-17,1	-36,8	19,6
2008 2° trim.	35,2	16,1	6,8	4,9	7,4	-16,6	-36,1	19,5	-1,7	21,2
3° trim.	-10,8	-16,0	5,2	0,8	-0,8	-15,4	-16,8	1,3	8,7	-7,4
4° trim.	45,9	50,8	-9,2	2,7	1,5	-427,4	-331,5	-95,9	-35,3	-60,6
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	15,2	22,4	-1,7	-3,4	-2,2	-104,7	-63,8	-41,7	-3,0	-38,7
<b>Variazioni percentuali</b>										
2006 dic.	4,3	-16,6	18,4	9,3	52,1	15,7	17,3	11,2	5,3	12,4
2007 dic.	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,4	7,8	15,8	6,3
2008 giu.	4,6	-12,1	28,9	10,5	21,0	11,9	12,7	9,2	-0,2	10,8
set.	3,7	-6,8	2,9	8,3	18,9	7,7	7,5	8,3	-1,2	10,1
dic.	19,3	49,9	-11,0	7,7	8,7	-4,6	-5,5	-1,7	-25,5	2,7
2009 mar. <sup>(p)</sup>	22,7	52,5	2,2	4,6	7,4	-13,5	-14,1	-11,9	-24,5	-9,9

### F13 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

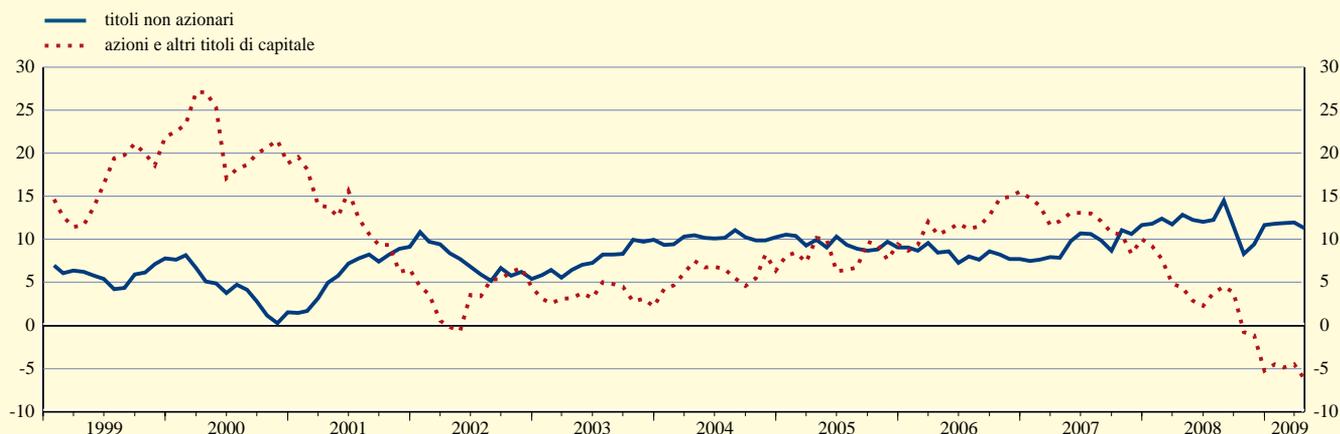
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2006	4.671,3	1.564,7	72,3	1.262,7	16,1	615,7	30,1	1.109,8	1.465,0	372,7	798,7	293,6
2007	5.124,7	1.656,3	84,0	1.180,3	16,6	919,6	33,3	1.234,6	1.636,5	424,5	869,3	342,7
2008 3° trim.	5.516,3	1.803,6	102,0	1.179,8	15,6	1.057,4	49,4	1.308,5	1.605,7	452,1	864,0	289,5
2008 4° trim.	5.858,4	1.887,4	92,4	1.225,4	19,3	1.355,2	51,2	1.227,5	1.477,1	423,3	776,4	277,4
2009 gen.	6.046,9	1.947,8	104,6	1.285,5	23,4	1.352,2	55,5	1.278,0	1.489,6	425,4	779,6	284,6
2009 feb.	6.135,2	1.969,8	107,1	1.321,4	20,9	1.372,0	55,9	1.288,1	1.463,9	421,3	768,0	274,6
2009 mar.	6.144,6	1.985,6	103,5	1.368,3	20,6	1.399,7	50,7	1.216,3	1.457,6	421,9	764,6	271,2
2009 apr. <sup>(p)</sup>	6.213,0	2.013,9	102,9	1.385,4	20,9	1.421,5	51,0	1.217,4	1.492,6	429,7	788,9	274,0
<b>Transazioni</b>												
2006	340,2	123,6	10,7	-120,1	0,7	100,2	6,5	218,7	197,3	62,5	96,4	38,4
2007	543,8	136,1	18,0	-86,2	1,5	269,5	9,5	195,4	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	600,4	212,5	6,0	36,6	1,9	295,3	19,1	28,9	-84,1	22,9	-56,5	-50,5
2008 4° trim.	217,3	79,5	-8,2	37,6	3,4	152,7	2,4	-50,1	-86,1	-8,7	-71,3	-6,0
2009 1° trim.	263,0	98,8	8,5	135,3	0,3	44,3	-2,6	-21,6	-3,8	0,5	-0,9	-3,4
2009 gen.	123,1	58,7	5,2	52,9	2,1	-6,0	0,2	9,9	23,8	4,4	10,9	8,5
2009 feb.	90,6	25,1	2,3	36,3	-2,4	21,2	-0,1	8,3	-17,6	-2,5	-7,4	-7,6
2009 mar.	49,3	15,0	1,1	46,2	0,6	29,1	-2,8	-39,8	-10,0	-1,3	-4,3	-4,3
2009 apr. <sup>(p)</sup>	58,5	28,1	-2,1	17,4	0,2	23,4	-0,2	-8,3	28,6	5,3	21,6	1,7
<b>Variazioni percentuali</b>												
2006 dic.	7,7	8,5	16,5	-8,7	4,4	19,2	25,6	24,1	15,5	20,1	13,6	15,1
2007 dic.	11,7	8,7	25,3	-6,8	10,7	43,3	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008 set.	11,5	11,1	24,2	-1,8	6,5	31,6	46,0	10,0	3,9	11,0	7,9	-14,6
2008 dic.	11,7	12,7	8,2	3,1	9,9	32,2	57,5	2,4	-5,3	5,4	-6,7	-15,3
2009 gen.	11,8	14,4	5,5	6,2	16,4	30,9	44,2	-0,3	-4,5	5,2	-6,5	-12,2
2009 feb.	11,9	13,9	6,3	9,3	18,9	29,8	45,1	-1,6	-4,9	2,5	-5,3	-13,6
2009 mar.	12,0	14,6	10,8	12,6	16,0	30,7	3,3	-5,2	-4,5	-0,1	-6,1	-6,4
2009 apr. <sup>(p)</sup>	11,3	14,9	3,9	12,9	20,4	28,8	-3,5	-7,0	-6,2	-0,1	-9,1	-6,6

## FI4 Disponibilità in titoli delle IFM <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

**2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>**  
(miliardi di euro)

**1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie <sup>3)</sup>**

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,5	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,9	-0,8	-2,3	-3,7
2008	-4,5	-1,1	-1,5	-1,9	-2,7	0,0	-0,2	-2,5	-6,7	-1,2	-2,3	-3,2
2008 4° trim.	-1,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,6	0,0	-0,1	-0,5	-2,1	-0,4	-0,8	-1,0
2009 1° trim.	-1,7	-0,4	-0,5	-0,8	-1,2	0,0	-0,1	-1,1	-2,1	-0,7	-0,2	-1,3
2009 gen.	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-0,6	0,0	0,0	-0,6	-0,9	-0,5	0,0	-0,4
feb.	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4
mar	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,7	-0,1	-0,1	-0,5
apr. <sup>(p)</sup>	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2

**2. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti a società non finanziarie e a non residenti nell'area dell'euro**

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008	-17,7	-4,0	-9,1	-4,5	-6,6	-3,4	-3,2
2008 4° trim.	-5,5	-1,2	-2,7	-1,6	-2,9	-0,8	-2,1
2009 1° trim.	-4,7	-1,9	-1,0	-1,8	-2,6	-1,3	-1,3
2009 gen.	-1,8	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-0,9	-0,5
feb.	-1,4	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3
mar	-1,6	-0,5	-0,3	-0,7	-0,9	-0,3	-0,6
apr. <sup>(p)</sup>	-1,8	-0,7	-0,6	-0,6	0,1	-0,6	0,2

**3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM**

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	-12,2	0,7	-0,3	-10,6	-0,4	-0,5	-0,2	-0,8	28,9	3,4	17,3	8,2
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,3	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-56,4	-8,0	0,0	5,2	0,0	-20,1	-2,2	-31,2	-60,6	-8,2	-44,1	-8,2
2008 4° trim.	-12,9	-0,8	0,1	7,6	0,1	-10,1	-1,2	-8,6	-28,2	-7,2	-14,8	-6,1
2009 1° trim.	-15,9	-0,7	-0,1	-3,1	0,0	-4,0	0,4	-8,3	-16,2	-3,5	-11,5	-1,1
2009 gen.	-9,1	1,1	0,0	-3,6	0,0	-0,9	0,1	-5,9	-11,7	-3,9	-8,2	0,4
feb.	-5,5	-2,5	0,0	-0,3	0,0	-1,7	0,2	-1,1	-8,2	-1,6	-4,1	-2,4
mar	-1,3	0,7	0,0	0,8	0,0	-1,4	0,0	-1,3	3,7	2,0	0,9	0,9
apr. <sup>(p)</sup>	-0,2	1,1	0,2	-0,4	0,0	-1,8	0,2	0,6	6,4	2,5	2,8	1,1

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

## 2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>

(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

### 1. Depositi

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
2006	5.239,3	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.025,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007	6.085,8	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	9.012,4	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 2° trim.	6.284,2	91,6	8,4	5,0	0,4	1,4	1,0	9.399,0	96,4	3,6	2,1	0,5	0,1	0,5
3° trim.	6.746,8	89,4	10,6	6,9	0,4	1,5	1,0	9.487,6	96,2	3,8	2,2	0,5	0,1	0,6
4° trim.	6.858,5	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9.901,3	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	6.604,4	90,9	9,1	6,4	0,3	1,1	0,7	10.001,3	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,5
Non residenti dell'area dell'euro														
2006	2.561,5	45,4	54,6	35,0	2,3	2,7	11,5	868,6	50,8	49,2	31,9	1,3	2,0	10,4
2007	2.948,5	46,9	53,1	33,6	2,9	2,4	11,0	908,8	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008 2° trim.	3.041,2	46,6	53,4	33,8	3,0	2,7	10,6	979,4	51,9	48,1	31,8	1,2	1,7	9,3
3° trim.	3.142,2	45,8	54,2	35,2	3,2	2,7	9,8	1.003,4	52,6	47,4	30,3	1,3	1,5	10,3
4° trim.	2.809,9	48,2	51,8	33,4	2,8	2,6	10,2	897,5	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	2.793,6	47,1	52,9	34,1	2,6	2,5	10,8	868,8	53,2	46,8	30,8	1,3	1,9	8,6

### 2. Titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro

	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2006	4.470,8	80,6	19,4	10,0	1,6	1,9	3,5
2007	4.933,2	81,5	18,5	9,2	1,7	1,9	3,4
2008 2° trim.	5.133,1	82,1	17,9	8,8	1,7	1,8	3,5
3° trim.	5.168,4	81,9	18,1	8,9	1,9	1,8	3,3
4° trim.	5.111,7	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	5.194,0	83,3	16,7	8,7	1,9	1,8	2,5

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.
- 3) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

**2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>**

(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

**3. Prestiti**

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti nell'area dell'euro														
2006	4.938,0	-	-	-	-	-	9.943,7	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007	5.800,8	-	-	-	-	-	11.093,4	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008 2° trim.	6.012,5	-	-	-	-	-	11.613,6	96,0	4,0	1,9	0,2	1,0	0,6	
3° trim.	6.355,5	-	-	-	-	-	11.778,9	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5	
4° trim.	6.317,6	-	-	-	-	-	11.735,8	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	6.119,4	-	-	-	-	-	11.785,5	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
Non residenti nell'area dell'euro														
2006	2.070,6	50,9	49,1	28,7	2,0	2,3	11,0	861,2	39,3	60,7	43,1	1,1	4,0	8,6
2007	2.352,4	48,3	51,7	28,8	2,3	2,4	12,7	955,1	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008 2° trim.	2.312,5	46,6	53,4	29,2	2,3	2,9	12,7	1.008,8	43,0	57,0	38,3	1,1	4,0	8,7
3° trim.	2.461,8	42,7	57,3	33,2	2,9	2,6	12,4	1.063,9	41,4	58,6	40,5	1,5	3,9	8,0
4° trim.	2.284,6	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	965,5	40,5	59,5	41,9	1,4	4,3	7,4
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	2.114,5	44,7	55,3	31,0	2,9	2,9	13,0	942,3	38,1	61,9	44,4	1,1	4,3	7,7

**4. Disponibilità in titoli non azionari**

	Emessi da IFM <sup>3)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
2006	1.636,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.924,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007	1.740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.149,8	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 2° trim.	1.897,9	94,8	5,2	2,6	0,4	0,3	1,6	2.310,8	97,3	2,7	1,8	0,3	0,1	0,5
3° trim.	1.905,6	94,6	5,4	2,9	0,4	0,3	1,5	2.302,2	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
4° trim.	1.979,8	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.651,1	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	2.089,1	95,0	5,0	2,7	0,1	0,4	1,3	2.839,2	97,5	2,5	1,7	0,2	0,1	0,4
Emessi da non residenti nell'area dell'euro														
2006	515,3	52,3	47,7	28,8	0,7	0,4	14,5	594,5	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007	582,3	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	652,2	35,9	64,1	39,3	4,5	0,8	12,6
2008 2° trim.	664,8	50,3	49,7	30,6	0,7	0,5	14,8	627,4	38,6	61,4	36,9	5,8	0,8	10,4
3° trim.	645,1	51,1	48,9	30,7	0,8	0,5	14,2	663,4	37,2	62,8	38,1	6,4	0,9	10,5
4° trim.	580,8	54,0	46,0	28,6	0,9	0,5	13,3	646,7	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,0
2009 1° trim. <sup>(p)</sup>	593,6	51,9	48,1	27,6	0,3	1,6	14,0	622,7	34,4	65,6	38,6	5,9	0,8	15,1

Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.

3) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.

4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

## 2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2007 3° trim.	5.892,8	358,3	2.015,0	187,0	1.828,0	2.168,5	773,6	180,6	396,6
4° trim.	5.781,3	353,4	1.993,4	184,1	1.809,3	2.077,4	784,0	189,1	384,0
2008 1° trim.	5.160,6	365,5	1.857,8	164,8	1.693,0	1.670,3	719,8	197,1	350,1
2° trim.	5.015,2	359,3	1.807,2	157,5	1.649,7	1.624,4	690,7	204,9	328,7
3° trim.	4.713,2	377,1	1.747,3	148,1	1.599,2	1.411,3	641,3	202,8	333,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.242,6	349,7	1.704,3	132,1	1.572,2	1.133,6	566,0	196,3	292,7

### 2. Passività

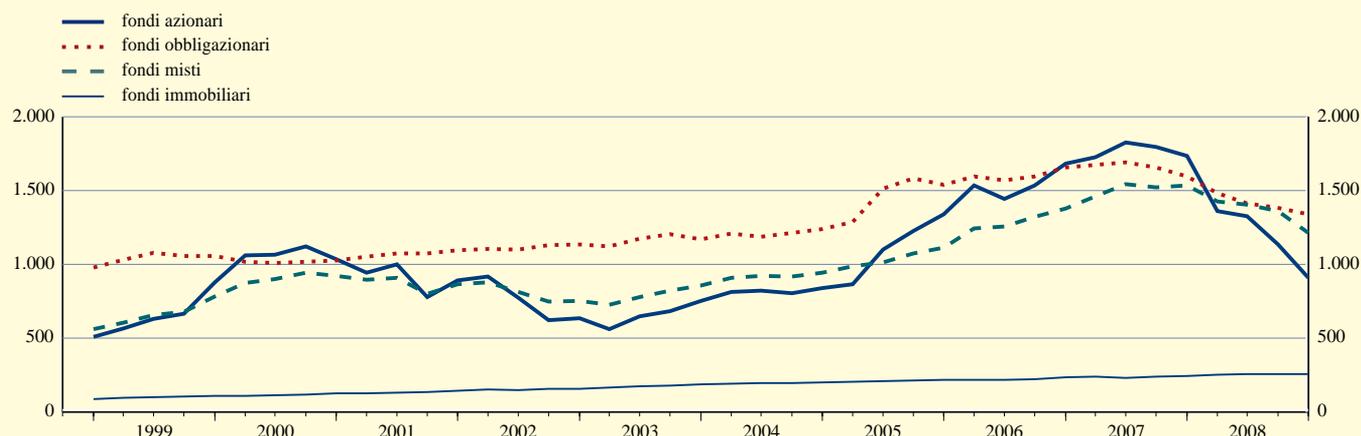
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
4° trim.	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 1° trim.	5.160,6	76,4	4.846,6	237,6
2° trim.	5.015,2	74,8	4.720,9	219,5
3° trim.	4.713,2	71,0	4.413,4	228,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.242,6	63,7	3.993,8	185,1

### 3. Totale delle attività e passività per strategia di investimento e tipologia di investitore

	Totale 1	Per strategia di investimento				Per tipologia di investitore		
		Fondi azionari 2	Fondi obbligazionari 3	Fondi misti 4	Fondi immobiliari 5	Altri fondi 6	Fondi aperti al pubblico 7	Fondi riservati a speciali categorie di investitori 8
2007 3° trim.	5.892,8	1.797,1	1.654,6	1.523,2	236,1	681,7	4.468,3	1.424,5
4° trim.	5.781,3	1.735,5	1.596,8	1.535,4	244,2	669,4	4.344,6	1.436,7
2008 1° trim.	5.160,6	1.362,6	1.483,3	1.427,8	249,6	637,4	3.778,1	1.382,5
2° trim.	5.015,2	1.325,3	1.413,4	1.405,2	256,1	615,3	3.647,1	1.368,1
3° trim.	4.713,2	1.132,2	1.382,8	1.358,9	253,1	586,2	3.340,9	1.372,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.242,6	908,7	1.339,2	1.210,7	254,1	529,9	2.961,6	1.281,0

## FIS Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

**2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore**  
(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

**1. Fondi distinti per strategia di investimento**

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Fondi azionari</b>									
2007 3° trim.	1.797,1	72,0	68,7	26,7	41,9	1.505,5	82,4	-	68,5
4° trim.	1.735,5	58,1	71,8	26,5	45,2	1.464,2	79,5	-	61,9
2008 1° trim.	1.362,6	51,2	63,0	21,3	41,7	1.130,9	65,7	-	51,7
2° trim.	1.325,3	54,3	65,0	22,0	43,0	1.088,6	65,7	-	51,6
3° trim.	1.132,2	48,3	61,3	20,2	41,1	915,2	57,2	-	50,2
4° trim. (p)	908,7	36,8	65,7	19,4	46,3	715,8	47,2	-	43,3
<b>Fondi obbligazionari</b>									
2007 3° trim.	1.654,6	109,9	1.318,4	97,0	1.221,5	62,6	53,3	-	110,4
4° trim.	1.596,8	116,1	1.273,1	92,7	1.180,4	58,0	49,8	-	99,8
2008 1° trim.	1.483,3	124,7	1.167,7	80,3	1.087,5	56,8	45,5	-	88,6
2° trim.	1.413,4	115,9	1.118,4	74,6	1.043,7	57,9	42,7	-	78,5
3° trim.	1.382,8	128,7	1.073,6	67,9	1.005,6	55,7	41,3	-	83,5
4° trim. (p)	1.339,2	120,0	1.042,5	61,1	981,4	60,2	36,3	-	80,2
<b>Fondi misti</b>									
2007 3° trim.	1.523,2	86,2	522,6	46,3	476,3	405,4	345,1	0,5	163,3
4° trim.	1.535,4	89,7	547,0	47,3	499,7	393,1	343,6	0,7	161,4
2008 1° trim.	1.427,8	97,9	528,0	46,4	481,6	339,4	313,9	1,2	147,3
2° trim.	1.405,2	99,0	519,9	42,6	477,3	341,6	307,9	0,8	135,9
3° trim.	1.358,9	108,9	512,5	42,2	470,4	312,1	287,3	1,1	137,0
4° trim. (p)	1.210,7	110,2	495,3	34,0	461,3	244,0	235,7	1,2	124,3
<b>Fondi immobiliari</b>									
2007 3° trim.	236,1	20,7	6,4	1,6	4,8	3,9	13,1	179,2	12,8
4° trim.	244,2	19,7	6,0	1,5	4,5	3,4	12,5	187,9	14,7
2008 1° trim.	249,6	19,9	5,3	1,1	4,2	3,1	11,3	195,4	14,6
2° trim.	256,1	17,9	5,9	1,1	4,8	3,0	10,1	203,5	15,7
3° trim.	253,1	18,9	4,7	1,3	3,4	3,0	9,3	201,2	15,9
4° trim. (p)	254,1	14,3	4,8	1,1	3,7	14,5	6,8	194,6	19,1

**2. Fondi distinti per tipologia di investitore**

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
<b>Fondi aperti al pubblico</b>							
2007 3° trim.	4.468,3	287,9	1.375,7	1.791,2	564,1	142,9	306,4
4° trim.	4.344,6	279,9	1.336,9	1.717,4	569,6	149,1	291,8
2008 1° trim.	3.778,1	277,6	1.218,3	1.362,1	514,2	154,1	251,9
2° trim.	3.647,1	264,5	1.177,3	1.326,8	485,5	155,0	238,0
3° trim.	3.340,9	265,1	1.104,8	1.140,6	440,8	152,4	237,2
4° trim. (p)	2.961,6	242,8	1.054,5	934,7	381,4	142,8	205,5
<b>Fondi riservati a speciali categorie di investitori</b>							
2007 3° trim.	1.424,5	70,4	639,3	377,3	209,5	37,7	90,2
4° trim.	1.436,7	73,4	656,6	360,0	214,5	40,0	92,2
2008 1° trim.	1.382,5	88,0	639,6	308,1	205,6	43,0	98,2
2° trim.	1.368,1	94,8	629,9	297,6	205,2	49,9	90,7
3° trim.	1.372,3	112,0	642,5	270,7	200,5	50,5	96,1
4° trim. (p)	1.281,0	106,9	649,8	198,9	184,6	53,5	87,2

Fonte: BCE.

## 3

## CONTI DELL'AREA DELL'EURO

## 3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2008</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						504,1
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						-7,6
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.190,9	117,4	755,3	59,6	258,6	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	42,1	8,4	23,3	5,0	5,4	
Consumo di capitale fisso	339,2	91,2	193,0	11,2	43,8	
Margine operativo lordo e reddito misto <sup>1)</sup>	538,3	287,8	227,6	26,4	-3,5	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto						4,6
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	878,3	57,6	298,0	456,1	66,6	135,6
Interessi	562,2	54,6	95,0	346,1	66,6	85,2
Altri redditi da capitale	316,1	3,0	203,0	110,0	0,0	50,4
Reddito nazionale netto <sup>1)</sup>	2.010,7	1.679,9	51,1	33,9	245,8	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	318,5	252,3	53,2	12,6	0,4	1,4
Contributi sociali	447,0	447,0				1,0
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	438,2	1,4	15,9	28,3	392,5	0,6
Altri trasferimenti correnti	204,9	76,3	26,2	50,3	52,0	8,5
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	48,1	34,9	11,5	0,9	0,7	1,5
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	48,4			48,4		0,6
Altro	108,4	41,4	14,7	1,0	51,2	6,4
Reddito netto disponibile <sup>1)</sup>	1.980,4	1.435,6	-14,9	38,1	521,7	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.836,0	1.315,9			520,1	
Spese per consumi individuali	1.627,3	1.315,9			311,4	
Spese per consumi collettivi	208,7				208,7	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16,9	0,1	-0,2	17,0	0,0	0,0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero <sup>1)</sup>	144,4	136,5	-14,7	21,1	1,5	24,4
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	508,0	156,6	257,3	15,4	78,8	
Investimenti fissi lordi	505,4	153,2	258,1	15,3	78,8	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	2,6	3,4	-0,8	0,0	0,0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,0	-1,9	1,9	0,2	-0,2	0,0
Trasferimenti in conto capitale	56,7	9,4	2,8	3,3	41,2	6,6
Imposte in conto capitale	6,0	5,8	0,2	0,0	0,0	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	50,7	3,6	2,6	3,3	41,2	6,6
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) <sup>1)</sup>	-20,6	79,0	-53,9	17,6	-63,2	20,6
Discrepanza statistica	0,0	18,5	-18,5	0,0	0,0	0,0

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Per il calcolo delle poste di saldo, cfr. le note tecniche.

**3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)**

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2008</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						496,5
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.110,5	504,8	1.199,2	102,2	304,4	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	241,1					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	2.351,7					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>						
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto	538,3	287,8	227,6	26,4	-3,5	
Redditi da lavoro dipendente	1.192,7	1.192,7				2,8
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	290,7				290,7	-7,5
Redditi da capitale	867,3	257,0	121,5	463,6	25,2	146,6
Interessi	543,8	81,9	50,6	401,1	10,3	103,6
Altri redditi da capitale	323,4	175,2	70,8	62,5	14,9	43,0
<i>Reddito nazionale netto</i>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto	2.010,7	1.679,9	51,1	33,9	245,8	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	319,4				319,4	0,4
Contributi sociali	446,9	1,1	17,8	45,9	382,2	1,1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	435,6	435,6				3,2
Altri trasferimenti correnti	176,4	96,0	11,7	49,6	19,1	37,0
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	48,4			48,4		1,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	47,4	37,0	9,3	0,7	0,3	1,6
Altro	80,6	59,0	2,4	0,5	18,7	34,1
<i>Reddito netto disponibile</i>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile	1.980,4	1.435,6	-14,9	38,1	521,7	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16,9	16,9				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	144,4	136,5	-14,7	21,1	1,5	24,4
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	339,2	91,2	193,0	11,2	43,8	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	60,5	15,4	29,8	4,1	11,2	2,8
Imposte in conto capitale	6,0				6,0	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	54,5	15,4	29,8	4,1	5,2	2,8
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Discrepanza statistica						

Fonti: BCE ed Eurostat.

2) Il prodotto interno lordo è uguale al valore aggiunto lordo di tutti i settori interni più le imposte nette (imposte al netto dei trasferimenti) sulla produzione.

### 3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2008</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		16.877,0	14.668,4	23.703,7	10.013,8	6.117,4	2.950,0	15.381,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				221,5				
Banconote, monete e depositi		5.910,6	1.806,9	2.572,0	1.707,6	838,3	572,8	4.491,2
Titoli di debito a breve termine		70,7	90,4	139,9	382,2	346,7	26,7	743,8
Titoli di debito a lungo termine		1.275,6	198,4	3.974,9	1.748,8	2.010,8	281,6	2.924,7
Prestiti		64,6	2.516,2	12.867,3	1.958,4	357,7	384,1	1.798,9
<i>di cui a lungo termine</i>		47,5	1.358,5	9.644,5	1.542,4	290,5	327,0	.
Azioni e altre partecipazioni		4.093,8	6.923,8	1.810,7	3.999,4	2.110,1	1.146,5	4.719,9
Azioni quotate		736,3	1.522,8	562,2	1.848,6	535,4	311,4	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		1.935,6	5.056,0	1.009,6	1.543,7	465,6	697,1	.
Quote di fondi di investimento		1.421,9	344,9	238,9	607,1	1.109,1	137,9	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.210,5	141,3	2,1	0,0	141,4	3,4	155,0
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		251,2	2.991,4	2.115,4	217,4	312,4	534,9	547,4
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
Totale delle transazioni attività finanziarie		127,8	191,0	90,2	-58,5	70,0	255,7	-313,4
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-0,8				0,8
Banconote, monete e depositi		215,9	13,1	-186,0	37,0	38,0	58,7	-323,1
Titoli di debito a breve termine		-10,9	10,3	15,8	-52,4	-4,4	10,5	85,8
Titoli di debito a lungo termine		-26,7	27,8	165,9	-77,7	-1,6	35,1	-9,3
Prestiti		-0,6	71,5	-121,8	68,8	5,7	69,6	-8,5
<i>di cui a lungo termine</i>		-0,6	20,7	11,5	49,6	-2,2	38,4	.
Azioni e altre partecipazioni		-63,7	89,5	-68,9	-14,1	29,5	42,0	-62,7
Azioni quotate		-22,2	14,7	-31,6	15,1	-6,6	3,2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7,2	88,3	-24,2	11,9	14,8	45,8	.
Quote di fondi di investimento		-48,7	-13,6	-13,0	-41,1	21,3	-7,0	.
Riserve tecniche di assicurazione		21,6	-0,3	0,0	0,0	0,7	0,0	-2,3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-7,9	-20,9	286,0	-20,1	2,1	39,7	5,7
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-552,5	-823,1	-109,9	-488,9	-174,0	-21,4	-203,8
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				1,1				
Banconote, monete e depositi		4,7	7,4	-7,4	51,5	-1,2	-1,8	-1,2
Titoli di debito a breve termine		-1,4	-3,5	-0,1	2,2	0,0	0,0	6,1
Titoli di debito a lungo termine		-38,0	-9,7	92,3	21,1	25,5	4,4	71,0
Prestiti		-0,2	-8,5	-14,9	-5,2	2,7	0,0	11,4
<i>di cui a lungo termine</i>		-0,2	-3,6	-14,6	2,5	0,7	0,2	.
Azioni e altre partecipazioni		-441,9	-866,5	-118,9	-563,6	-201,7	-22,1	-259,7
Azioni quotate		-123,8	-412,1	-54,6	-346,9	-102,2	-51,4	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-257,7	-427,5	-62,7	-183,0	-31,3	39,3	.
Quote di fondi di investimento		-60,4	-26,9	-1,6	-33,7	-68,1	-10,0	.
Riserve tecniche di assicurazione		-75,7	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,8
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		0,0	57,7	-62,0	5,1	0,5	-2,0	-30,4
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		16.452,2	14.036,3	23.684,0	9.466,5	6.013,4	3.184,3	14.862,9
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				221,8				
Banconote, monete e depositi		6.131,2	1.827,4	2.378,7	1.796,1	875,1	629,8	4.166,9
Titoli di debito a breve termine		58,4	97,2	155,6	332,0	342,3	37,3	835,7
Titoli di debito a lungo termine		1.210,9	216,6	4.233,0	1.692,2	2.034,7	321,1	2.986,4
Prestiti		63,8	2.579,2	12.730,6	2.022,0	366,1	453,7	1.801,8
<i>di cui a lungo termine</i>		46,7	1.375,6	9.641,4	1.594,4	289,0	365,6	.
Azioni e altre partecipazioni		3.588,3	6.146,8	1.622,8	3.421,8	1.938,0	1.166,3	4.397,5
Azioni quotate		590,3	1.125,4	476,0	1.516,8	426,6	263,2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		1.685,0	4.716,9	922,6	1.372,7	449,1	782,2	.
Quote di fondi di investimento		1.312,9	304,4	224,3	532,3	1.062,3	121,0	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.156,4	140,9	2,1	0,0	142,2	3,4	151,9
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		243,3	3.028,2	2.339,4	202,4	315,0	572,6	522,7
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

**3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)**

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicu- razione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>4° trim. 2008</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività		6.235,0	22.913,6	23.253,3	9.841,8	6.302,6	6.992,7	13.950,7
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			25,3	14.749,9	33,7	1,9	233,9	2.854,6
Titoli di debito a breve termine			277,5	384,6	128,9	9,4	710,6	289,4
Titoli di debito a lungo termine			434,4	2.839,5	1.977,6	27,2	4.461,8	2.674,1
Prestiti		5.572,1	8.018,8		1.867,3	206,6	1.227,5	3.054,7
<i>di cui a lungo termine</i>		5.240,8	5.435,2		837,9	74,6	1.031,4	.
Azioni e altre partecipazioni			11.250,0	2.840,9	5.638,5	550,2	5,1	4.519,5
Azioni quotate			3.437,6	609,3	176,0	212,9	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.812,4	1.072,6	1.044,2	336,5	5,1	.
Quote di fondi di investimento				1.159,0	4.418,3			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,5	328,8	58,8	0,6	5.231,6	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		629,5	2.578,7	2.379,7	195,2	275,6	353,2	558,3
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-1.208,8	10.642,0	-8.245,1	450,3	171,9	-185,1	-4.042,7	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
Totale delle transazioni in passività		30,3	263,5	97,8	-47,2	33,6	318,9	-334,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,8	44,4	1,6	0,0	19,8	-212,8
Titoli di debito a breve termine			7,0	-58,9	-4,0	1,5	136,7	-27,5
Titoli di debito a lungo termine			7,4	-93,1	162,5	5,0	89,2	-57,7
Prestiti		35,8	134,5		-70,0	2,8	26,3	-44,5
<i>di cui a lungo termine</i>		34,8	113,8		-28,9	-2,4	38,5	.
Azioni e altre partecipazioni			88,5	-7,9	-136,0	6,4	0,0	0,7
Azioni quotate			7,4	10,9	10,4	0,7	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			81,0	-5,2	43,9	5,6	0,0	.
Quote di fondi di investimento				-13,6	-190,3			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,1	-0,1	3,6	0,0	16,2	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-5,6	25,4	209,5	-1,2	1,8	47,0	7,7
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-20,6	97,5	-72,4	-7,6	-11,2	36,4	-63,2	20,6
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		4,8	-1.152,1	-361,8	-435,2	-177,6	133,3	-385,9
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	47,5	0,0	0,0	0,0	4,6
Titoli di debito a breve termine			-2,4	2,3	-1,0	0,0	-0,9	5,3
Titoli di debito a lungo termine			8,4	7,4	22,6	0,0	141,1	-12,9
Prestiti		4,6	14,5		-27,2	3,4	0,0	-9,9
<i>di cui a lungo termine</i>		4,6	-0,8		-23,4	-0,2	-0,4	.
Azioni e altre partecipazioni			-1.203,9	-385,9	-441,8	-66,5	-0,8	-375,4
Azioni quotate			-601,1	-245,1	-74,6	-48,5	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			-602,8	-146,9	-69,0	-18,0	-0,8	.
Quote di fondi di investimento				6,1	-298,2			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	-76,7	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		0,2	31,3	-33,3	12,3	-37,9	-6,1	2,4
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-181,0	-557,3	329,0	251,9	-53,7	3,6	-154,6	182,1
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività finanziarie		6.270,0	22.024,9	22.989,3	9.359,4	6.158,5	7.444,9	13.230,8
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			26,1	14.841,9	35,3	1,9	253,7	2.646,4
Titoli di debito a breve termine			282,1	328,0	123,9	10,9	846,4	267,3
Titoli di debito a lungo termine			450,3	2.753,9	2.162,7	32,3	4.692,1	2.603,6
Prestiti		5.612,4	8.167,8		1.770,0	212,8	1.253,9	3.000,3
<i>di cui a lungo termine</i>		5.280,2	5.548,2		785,7	72,0	1.069,6	.
Azioni e altre partecipazioni			10.134,5	2.447,1	5.060,7	490,0	4,3	4.144,8
Azioni quotate			2.843,9	375,1	111,9	165,2	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.290,6	920,5	1.019,1	324,0	4,3	.
Quote di fondi di investimento				1.151,5	3.929,8			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,6	328,7	62,4	0,6	5.171,1	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		624,0	2.635,4	2.555,9	206,2	239,6	394,0	568,4
<i>Ricchezza finanziaria netta</i> <sup>1)</sup>	-1.410,3	10.182,2	-7.988,5	694,7	107,0	-145,1	-4.260,6	

Fonte: BCE.

1) Per il calcolo delle poste di saldo, cfr. le note tecniche.

### 3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2004	2005	2006	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.777,3	3.891,5	4.050,9	4.231,0	4.279,8	4.328,4	4.373,1	4.407,5
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	122,9	130,0	129,3	137,9	137,9	137,4	138,1	136,3
Consumo di capitale fisso	1.123,9	1.177,7	1.234,8	1.299,3	1.311,2	1.323,5	1.335,4	1.347,2
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	1.991,4	2.062,1	2.172,7	2.304,2	2.331,8	2.368,8	2.381,0	2.363,6
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.367,1	2.608,5	3.022,3	3.527,0	3.621,2	3.715,3	3.802,4	3.817,3
Interessi	1.250,3	1.342,8	1.635,4	2.002,2	2.083,2	2.158,1	2.231,6	2.257,6
Altri redditi da capitale	1.116,8	1.265,6	1.386,9	1.524,8	1.538,0	1.557,2	1.570,8	1.559,7
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	6.694,2	6.939,1	7.275,5	7.639,6	7.705,1	7.769,7	7.821,9	7.818,1
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	883,7	933,3	1.025,2	1.108,5	1.124,7	1.135,8	1.137,3	1.118,9
Contributi sociali	1.430,0	1.472,4	1.534,7	1.594,4	1.610,2	1.626,4	1.643,6	1.658,6
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.455,9	1.499,8	1.550,2	1.594,3	1.607,4	1.622,3	1.641,2	1.658,1
Altri trasferimenti correnti	685,1	707,3	715,5	741,6	750,5	757,4	759,1	767,0
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	178,1	178,4	177,4	182,7	183,2	184,6	185,1	185,8
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	178,7	179,3	177,5	182,1	182,6	184,2	184,9	186,2
Altro	328,4	349,6	360,5	376,7	384,7	388,6	389,2	394,9
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	6.618,4	6.852,2	7.184,1	7.546,2	7.606,7	7.670,2	7.725,2	7.717,2
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.084,6	6.327,4	6.594,0	6.845,0	6.913,6	6.989,0	7.061,8	7.101,7
Spese per consumi individuali	5.438,4	5.666,3	5.915,1	6.140,8	6.202,9	6.268,2	6.332,6	6.363,9
Spese per consumi collettivi	646,2	661,1	678,9	704,2	710,7	720,7	729,2	737,9
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	58,0	60,4	59,0	59,4	60,5	63,2	65,4	66,0
<i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>	534,0	525,1	590,3	701,4	693,3	681,4	663,5	615,7
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.614,4	1.705,0	1.857,5	1.994,0	2.020,0	2.047,7	2.069,2	2.062,7
Investimenti fissi lordi	1.603,2	1.699,0	1.844,5	1.974,5	1.995,5	2.021,7	2.038,1	2.022,0
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	11,2	6,0	13,0	19,5	24,5	26,0	31,1	40,8
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-1,1	-0,1	0,5	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,3
Trasferimenti in conto capitale	174,6	181,9	174,7	166,6	166,8	170,6	163,5	162,4
Imposte in conto capitale	29,9	24,4	22,5	23,8	23,4	23,6	23,9	23,6
Altri trasferimenti in conto capitale	144,7	157,5	152,1	142,9	143,4	147,0	139,6	138,8
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup>	60,6	11,2	-18,3	21,0	-1,0	-27,8	-56,3	-87,4

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Per il calcolo delle poste di saldo, cfr. le note tecniche.

**3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro (continua)**

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri)

Risorse	2004	2005	2006	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	7.015,5	7.261,3	7.587,6	7.972,3	8.060,8	8.158,1	8.227,7	8.254,6
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	797,4	841,1	910,4	953,8	954,2	951,0	949,7	944,8
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	7.812,9	8.102,4	8.498,0	8.926,1	9.015,0	9.109,1	9.177,4	9.199,4
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>								
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto	1.991,4	2.062,1	2.172,7	2.304,2	2.331,8	2.368,8	2.381,0	2.363,6
Redditi da lavoro dipendente	3.784,8	3.897,9	4.057,4	4.238,0	4.287,2	4.335,7	4.380,4	4.414,6
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	934,9	983,8	1.050,8	1.098,3	1.097,1	1.093,3	1.093,0	1.085,9
Redditi da capitale	2.350,3	2.603,7	3.017,0	3.526,1	3.610,1	3.687,2	3.769,9	3.771,3
Interessi	1.217,0	1.315,8	1.608,8	1.964,4	2.036,6	2.103,2	2.172,4	2.192,2
Altri redditi da capitale	1.133,3	1.287,9	1.408,1	1.561,7	1.573,5	1.584,0	1.597,5	1.579,1
<i>Reddito nazionale netto</i>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto	6.694,2	6.939,1	7.275,5	7.639,6	7.705,1	7.769,7	7.821,9	7.818,1
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	886,8	937,1	1.030,1	1.116,1	1.132,1	1.143,4	1.144,8	1.126,6
Contributi sociali	1.429,1	1.471,7	1.533,9	1.593,6	1.609,3	1.625,5	1.642,8	1.657,8
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.448,2	1.492,0	1.541,9	1.584,9	1.597,9	1.612,7	1.631,7	1.648,3
Altri trasferimenti correnti	614,7	625,2	628,1	650,7	655,1	660,8	665,3	669,0
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	178,7	179,3	177,5	182,1	182,6	184,2	184,9	186,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	176,0	177,0	174,7	179,8	180,3	181,6	182,0	182,8
Altro	260,1	268,9	275,8	288,8	292,2	295,0	298,5	300,0
<i>Reddito netto disponibile</i>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile	6.618,4	6.852,2	7.184,1	7.546,2	7.606,7	7.670,2	7.725,2	7.717,2
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	58,2	60,7	59,3	59,6	60,7	63,4	65,6	66,1
<i>Risparmio netto</i>								
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	534,0	525,1	590,3	701,4	693,3	681,4	663,5	615,7
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.123,9	1.177,7	1.234,8	1.299,3	1.311,2	1.323,5	1.335,4	1.347,2
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	190,7	195,2	189,3	180,8	181,3	185,9	177,8	175,2
Imposte in conto capitale	29,9	24,4	22,5	23,8	23,4	23,6	23,9	23,6
Altri trasferimenti in conto capitale	160,8	170,8	166,7	157,1	158,0	162,3	153,9	151,6
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE ed Eurostat.

2) Il prodotto interno lordo è uguale al valore aggiunto lordo di tutti i settori interni più le imposte nette (imposte al netto dei trasferimenti) sulla produzione.

### 3.3 Famiglie

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2004	2005	2006	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.784,8	3.897,9	4.057,4	4.238,0	4.287,2	4.335,7	4.380,4	4.414,6
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.270,5	1.322,0	1.398,3	1.480,4	1.500,5	1.520,4	1.536,4	1.545,2
Interessi attivi (+)	233,3	229,8	266,4	302,0	311,0	321,1	330,4	332,2
Interessi passivi (-)	126,2	130,5	164,5	208,6	215,6	222,4	228,7	227,2
Altri redditi da capitali attivi (+)	667,1	716,3	758,0	797,1	799,3	802,9	807,3	797,3
Altri redditi da capitali passivi (-)	9,2	9,5	9,6	9,9	9,9	10,1	9,9	9,8
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	707,3	739,8	792,7	851,5	865,5	879,0	885,8	887,5
Contributi sociali netti (-)	1.426,3	1.468,4	1.530,6	1.590,2	1.605,9	1.622,3	1.639,4	1.654,5
Prestazioni sociali nette (+)	1.443,3	1.486,8	1.536,5	1.579,3	1.592,3	1.607,1	1.626,1	1.642,7
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	63,4	66,0	66,1	69,1	69,0	72,0	73,5	74,4
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>5.193,4</b>	<b>5.370,7</b>	<b>5.585,1</b>	<b>5.805,8</b>	<b>5.862,3</b>	<b>5.925,5</b>	<b>5.990,2</b>	<b>6.027,4</b>
Spese per consumi finali (-)	4.489,8	4.669,5	4.869,9	5.053,2	5.105,3	5.155,9	5.208,2	5.226,8
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	57,8	60,3	58,9	59,6	60,6	63,2	65,2	65,6
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>761,4</b>	<b>761,6</b>	<b>774,2</b>	<b>812,3</b>	<b>817,7</b>	<b>832,8</b>	<b>847,2</b>	<b>866,2</b>
Consumo di capitale fisso (-)	301,5	317,2	334,5	352,7	355,7	359,1	361,6	363,5
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	18,4	24,1	22,5	15,5	16,0	17,0	17,3	17,2
Altre variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup> (+)	323,8	531,5	556,9	-3,2	-771,6	-1.156,7	-1.382,2	-1.901,1
<b>= Variazioni nella ricchezza netta<sup>1)</sup></b>	<b>802,1</b>	<b>999,9</b>	<b>1.019,0</b>	<b>472,0</b>	<b>-293,6</b>	<b>-665,9</b>	<b>-879,4</b>	<b>-1.381,1</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	513,1	543,7	599,0	634,0	637,9	637,9	637,4	632,2
Consumo di capitale fisso (-)	301,5	317,2	334,5	352,7	355,7	359,1	361,6	363,5
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	214,3	206,2	305,8	422,1	444,8	422,7	427,8	435,7
Banconote, monete e depositi	212,7	246,9	284,1	349,4	385,0	386,4	391,5	436,8
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-7,1	-20,2	0,9	40,0	34,0	10,5	13,5	-9,6
Titoli di debito <sup>2)</sup>	8,7	-20,5	20,9	32,7	25,8	25,8	22,8	8,5
Attività a lungo	336,5	421,7	347,5	188,1	121,1	129,9	72,7	12,2
Depositi	28,5	-4,8	0,8	-26,5	-35,6	-36,6	-40,2	-30,3
Titoli di debito	64,8	1,1	74,2	9,0	29,2	63,2	65,5	20,8
Azioni e altre partecipazioni	-9,4	132,5	-38,8	-61,6	-119,4	-122,1	-161,4	-152,5
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	-18,9	66,0	-14,0	12,1	-18,2	-7,2	-20,4	-10,0
Quote di fondi comuni di investimento	9,5	66,5	-24,8	-73,7	-101,2	-114,9	-141,0	-142,5
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	252,7	292,9	311,3	267,2	246,9	225,4	208,8	174,2
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	307,6	390,6	392,8	346,5	313,7	284,8	247,5	196,1
di cui da IFM dell'area dell'euro	277,8	358,5	347,4	281,5	249,1	196,5	181,0	78,9
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	281,7	448,4	505,6	-27,9	-694,8	-1.018,9	-1.112,5	-1.498,7
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	48,9	105,5	54,7	-2,0	-79,9	-127,9	-176,4	-244,1
Flussi netti restanti (+)	16,6	-17,7	-66,3	-43,2	-53,3	-65,8	-119,1	-158,8
<b>= Variazioni nella ricchezza netta<sup>1)</sup></b>	<b>802,1</b>	<b>999,9</b>	<b>1.019,0</b>	<b>472,0</b>	<b>-293,6</b>	<b>-665,9</b>	<b>-879,4</b>	<b>-1.381,1</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.271,5	4.486,3	4.748,0	5.208,5	5.362,0	5.483,0	5.539,3	5.712,6
Banconote, monete e depositi	3.925,6	4.174,1	4.454,2	4.844,2	4.937,2	5.055,3	5.104,9	5.313,7
Partecipazioni in fondi comuni monetari	309,9	296,4	257,6	296,0	347,0	346,5	348,7	327,4
Titoli di debito <sup>2)</sup>	36,1	15,9	36,2	68,3	77,9	81,2	85,7	71,5
Attività a lungo	9.919,9	10.921,0	11.878,2	12.004,2	11.349,8	11.087,5	10.669,2	10.082,4
Depositi	893,9	944,8	945,1	882,5	829,0	818,8	805,6	817,5
Titoli di debito	1.218,9	1.196,6	1.281,1	1.292,5	1.315,0	1.301,0	1.260,6	1.197,8
Azioni e altre partecipazioni	3.960,4	4.534,5	5.041,0	4.953,2	4.350,3	4.093,0	3.745,2	3.260,8
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	2.784,2	3.190,3	3.622,5	3.578,1	3.145,1	2.941,5	2.671,9	2.275,4
Quote di fondi di investimento	1.176,2	1.344,2	1.418,5	1.375,1	1.205,2	1.151,5	1.073,3	985,4
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	3.846,7	4.245,1	4.611,0	4.876,1	4.855,6	4.874,7	4.857,7	4.806,2
Restanti attività finanziarie (+)	121,5	87,8	64,1	23,0	6,8	1,8	5,6	-0,4
Passività (-)								
Prestiti	4.293,6	4.692,1	5.081,7	5.415,5	5.458,3	5.521,4	5.572,1	5.612,4
di cui da IFM dell'area dell'euro	3.812,5	4.201,0	4.545,1	4.814,6	4.850,2	4.875,6	4.926,2	4.888,3
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>10.019,3</b>	<b>10.803,0</b>	<b>11.608,6</b>	<b>11.820,2</b>	<b>11.260,4</b>	<b>11.050,9</b>	<b>10.642,0</b>	<b>10.182,2</b>

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

2) Passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (ad esempio, Poste o Tesoro) verso le famiglie, incluse in M3 (cfr. Glossario).

**3.4 Società non finanziarie**

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2004	2005	2006	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008
<b>Reddito e risparmio</b>								
Valore aggiunto lordo (+)	4.017,0	4.156,5	4.353,6	4.591,2	4.642,9	4.699,1	4.737,0	4.737,7
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.397,6	2.469,6	2.580,2	2.705,0	2.739,5	2.769,2	2.798,2	2.818,3
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	65,7	73,1	75,6	81,7	82,6	82,6	83,8	82,5
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	<b>1.553,8</b>	<b>1.613,7</b>	<b>1.697,9</b>	<b>1.804,5</b>	<b>1.820,8</b>	<b>1.847,2</b>	<b>1.855,1</b>	<b>1.836,9</b>
Consumo di capitale fisso (-)	636,9	667,3	698,0	735,5	742,7	750,0	757,6	765,8
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	<b>916,9</b>	<b>946,5</b>	<b>999,9</b>	<b>1.069,0</b>	<b>1.078,1</b>	<b>1.097,2</b>	<b>1.097,4</b>	<b>1.071,1</b>
Redditi da capitale attivi (+)	376,8	440,7	497,3	567,4	571,8	573,2	580,0	579,7
Interessi attivi	125,1	136,1	158,3	184,4	190,3	195,7	199,1	201,1
Altri redditi da capitale	251,8	304,6	339,1	382,9	381,5	377,4	380,9	378,5
Interest and rents payable (-)	226,4	236,4	278,8	332,6	347,5	361,3	375,3	386,1
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	<b>1.067,4</b>	<b>1.150,8</b>	<b>1.218,4</b>	<b>1.303,8</b>	<b>1.302,3</b>	<b>1.309,1</b>	<b>1.302,1</b>	<b>1.264,7</b>
Utili distribuiti (-)	773,7	876,9	945,8	1.007,1	1.015,7	1.022,0	1.030,2	1.012,9
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	135,4	148,6	187,6	208,8	210,2	208,4	203,6	185,4
Contributi sociali da riscuotere (+)	73,5	72,7	77,1	66,8	66,2	66,4	67,0	67,7
Prestazioni sociali da erogare (-)	60,4	60,6	62,5	64,4	64,7	64,3	64,1	63,9
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	59,9	61,6	64,4	55,0	55,0	56,7	56,7	56,3
= <b>Risparmio netto</b>	<b>111,4</b>	<b>75,7</b>	<b>35,2</b>	<b>35,3</b>	<b>22,9</b>	<b>24,0</b>	<b>14,5</b>	<b>13,8</b>
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	226,3	253,7	304,4	356,3	367,8	381,2	391,8	374,7
Investimenti fissi lordi (+)	856,5	913,5	986,2	1.069,7	1.084,4	1.103,0	1.117,1	1.102,1
Consumo di capitale fisso (-)	636,9	667,3	698,0	735,5	742,7	750,0	757,6	765,8
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	6,6	7,4	16,1	22,1	26,1	28,2	32,3	38,3
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	104,0	128,2	164,1	161,8	163,7	124,1	95,4	52,7
Bancote, monete e depositi	89,2	113,6	146,2	154,9	127,8	116,4	90,2	17,2
Partecipazioni in fondi comuni monetari	16,1	8,3	2,6	-18,1	-10,0	-9,3	7,9	31,5
Titoli di debito	-1,3	6,2	15,4	24,9	45,9	16,9	-2,7	3,9
Attività a lungo	209,3	378,7	490,2	466,5	504,8	500,2	545,8	657,4
Depositi	-10,0	32,3	29,3	26,1	5,9	-22,4	8,6	16,1
Titoli di debito	-48,8	-34,2	-4,7	-48,5	-84,4	-103,5	-59,0	-31,5
Azioni e altre partecipazioni	200,2	244,2	259,6	315,8	354,4	370,4	346,6	364,2
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	67,9	136,4	206,0	173,1	228,9	255,7	249,6	308,5
Restanti attività nette (+)	48,4	85,5	145,0	200,6	110,7	44,8	-30,9	-103,6
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	207,6	443,8	760,2	801,3	784,5	728,4	716,7	653,5
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	164,8	264,5	448,9	558,9	592,1	562,6	515,7	422,0
di cui titoli di debito	9,8	14,0	39,0	40,7	39,7	16,8	36,0	39,6
Azioni e altre partecipazioni	203,3	265,5	236,6	283,0	274,1	231,4	201,9	241,6
Azioni quotate	11,7	101,3	39,1	42,0	22,4	-12,2	-28,5	1,7
Azioni non quotate e altre partecipazioni	191,5	164,1	197,5	241,0	251,7	243,6	230,4	239,9
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	65,7	61,1	71,7	66,3	66,3	69,9	71,7	70,2
= <b>Risparmio netto</b>	<b>111,4</b>	<b>75,7</b>	<b>35,2</b>	<b>35,3</b>	<b>22,9</b>	<b>24,0</b>	<b>14,5</b>	<b>13,8</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.379,5	1.517,4	1.675,2	1.820,3	1.841,8	1.848,1	1.853,8	1.874,9
Bancote, monete e depositi	1.102,9	1.229,3	1.367,0	1.519,3	1.506,6	1.535,1	1.548,7	1.554,3
Partecipazioni in fondi comuni monetari	164,1	176,5	184,9	162,0	183,0	183,2	184,4	189,8
Titoli di debito <sup>1)</sup>	112,5	111,7	123,3	139,0	152,2	129,8	120,7	130,7
Attività a lungo	7.672,1	8.686,4	10.041,2	10.746,8	10.108,8	9.904,8	9.681,9	8.992,3
Depositi	157,0	199,0	222,5	265,8	249,4	235,3	258,2	273,1
Titoli di debito	328,6	280,9	277,3	229,7	174,1	160,7	168,1	183,0
Azioni e altre partecipazioni	5.433,6	6.308,6	7.451,5	7.968,8	7.288,1	7.036,3	6.739,4	5.956,9
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	1.753,0	1.897,9	2.089,9	2.282,6	2.397,2	2.472,5	2.516,2	2.579,2
Restanti attività nette	327,8	384,0	449,1	610,5	599,8	564,1	579,4	559,8
Passività								
Debito	6.582,9	7.063,4	7.799,9	8.558,9	8.714,2	8.923,5	9.059,6	9.228,9
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.160,8	3.429,3	3.868,0	4.404,9	4.545,5	4.668,6	4.761,1	4.828,6
di cui titoli di debito	651,5	674,3	691,9	695,4	696,5	702,0	712,0	732,4
Azioni e altre partecipazioni	9.591,1	10.940,8	12.874,9	13.808,7	12.454,3	12.014,5	11.250,0	10.134,5
Azioni quotate	2.995,0	3.692,4	4.468,8	4.985,6	4.204,2	3.976,5	3.437,6	2.843,9
Azioni non quotate e altre partecipazioni	6.596,0	7.248,4	8.406,1	8.823,1	8.250,2	8.038,0	7.812,4	7.290,6

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

### 3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2004	2005	2006	1° trim. 2007- 4° trim. 2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	39,5	25,5	64,4	87,4	109,1	102,5	88,6	106,9
Bancnote, monete e depositi	13,2	7,2	11,0	6,4	32,7	35,8	32,1	59,1
Partecipazioni in fondi comuni monetari	2,7	-0,5	3,5	3,1	15,8	14,2	20,9	22,2
Titoli di debito <sup>1)</sup>	23,5	18,9	49,8	77,8	60,6	52,6	35,7	25,5
Attività a lungo	223,7	295,0	313,8	215,9	217,6	178,7	169,3	161,3
Depositi	36,9	17,2	76,7	51,6	27,9	16,0	0,9	-1,7
Titoli di debito	133,1	132,8	125,2	89,9	83,6	75,2	95,4	88,6
Prestiti	7,4	-4,1	2,6	-13,6	20,6	17,0	20,8	30,8
Azioni quotate	12,7	30,7	-1,5	-4,8	-2,3	-1,1	-8,8	-5,1
Azioni non quotate e altre partecipazioni	2,6	31,1	27,0	27,2	45,2	41,2	45,7	41,1
Quote di fondi comuni di investimento	30,9	87,2	83,9	65,6	42,7	30,4	15,4	7,4
Restanti attività finanziarie (+)	11,8	11,4	4,3	-26,1	-23,7	-19,3	-9,6	22,9
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	-1,7	-0,4	5,2	3,2	4,4	5,2	5,4	9,3
Prestiti	4,3	17,3	35,9	21,7	43,9	18,0	4,1	21,8
Azioni e altre partecipazioni	12,2	13,6	11,4	2,7	4,4	6,9	5,1	18,7
Riserve tecniche di assicurazione	262,6	334,3	322,0	292,0	273,3	255,8	240,4	197,3
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	231,0	292,1	308,2	282,0	262,4	239,6	219,6	178,0
Riserve premi e riserve sinistri	31,7	42,2	13,9	10,0	10,9	16,1	20,8	19,2
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>-2,5</b>	<b>-32,8</b>	<b>7,9</b>	<b>-42,5</b>	<b>-23,0</b>	<b>-23,8</b>	<b>-6,6</b>	<b>44,0</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)	110,7	190,7	181,2	-15,4	-226,4	-334,6	-401,6	-536,7
Azioni e altre partecipazioni	142,3	75,5	-34,4	-45,0	14,1	-3,5	-13,1	40,3
Altre attività nette								
Altre variazioni nelle passività (-)	21,3	118,3	34,5	-32,7	-91,8	-143,2	-137,8	-174,2
Azioni e altre partecipazioni	83,8	137,8	52,9	-3,3	-79,6	-128,3	-179,6	-245,5
Riserve tecniche di assicurazione	63,9	146,9	56,2	-2,8	-77,8	-125,4	-174,5	-239,6
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione								
Riserve premi e riserve sinistri	19,8	-9,1	-3,3	-0,4	-1,8	-2,9	-5,1	-5,8
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>148,0</b>	<b>10,1</b>	<b>59,4</b>	<b>-24,4</b>	<b>-40,9</b>	<b>-66,6</b>	<b>-97,3</b>	<b>-76,7</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	403,1	437,2	509,0	603,3	661,2	670,7	675,5	713,1
Bancnote, monete e depositi	133,6	146,6	157,1	164,6	192,5	182,6	189,5	226,6
Partecipazioni in fondi comuni monetari	74,4	75,6	81,5	82,4	95,4	94,8	98,3	102,2
Titoli di debito <sup>1)</sup>	195,1	215,0	270,3	356,2	373,3	393,3	387,6	384,3
Attività a lungo	4.089,5	4.615,9	5.050,6	5.197,8	5.106,1	5.044,2	4.988,2	4.843,1
Depositi	500,4	524,7	602,1	650,5	649,2	653,5	648,7	648,5
Titoli di debito	1.615,0	1.774,2	1.845,5	1.888,9	1.942,4	1.921,4	1.969,9	1.992,7
Prestiti	348,5	353,4	351,2	331,8	359,5	355,6	357,7	366,1
Azioni quotate	587,2	653,3	724,5	708,1	613,2	594,1	535,4	426,6
Azioni non quotate e altre partecipazioni	349,2	403,1	480,8	511,1	488,7	473,4	465,6	449,1
Quote di fondi comuni di investimento	689,2	907,3	1.046,5	1.107,3	1.053,0	1.046,2	1.010,8	960,1
Restanti attività finanziarie (+)	139,4	176,8	204,5	173,8	191,6	177,5	176,2	215,7
Passività (-)								
Titoli di debito	22,3	21,3	35,9	35,2	35,8	36,6	36,7	43,2
Prestiti	118,5	136,2	167,6	187,1	221,4	211,2	206,6	212,8
Azioni e altre partecipazioni	497,7	629,6	675,5	645,5	595,3	564,2	550,2	490,0
Riserve tecniche di assicurazione	4.083,5	4.555,6	4.930,5	5.219,3	5.214,5	5.242,5	5.231,6	5.171,1
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	3.451,0	3.890,0	4.254,4	4.533,5	4.520,5	4.543,0	4.529,1	4.471,9
Riserve premi e riserve sinistri	632,5	665,6	676,2	685,8	694,0	699,4	702,5	699,2
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-90,0</b>	<b>-112,8</b>	<b>-45,5</b>	<b>-112,3</b>	<b>-108,2</b>	<b>-162,0</b>	<b>-185,1</b>	<b>-145,1</b>

Fonte: BCE.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

## MERCATI FINANZIARI

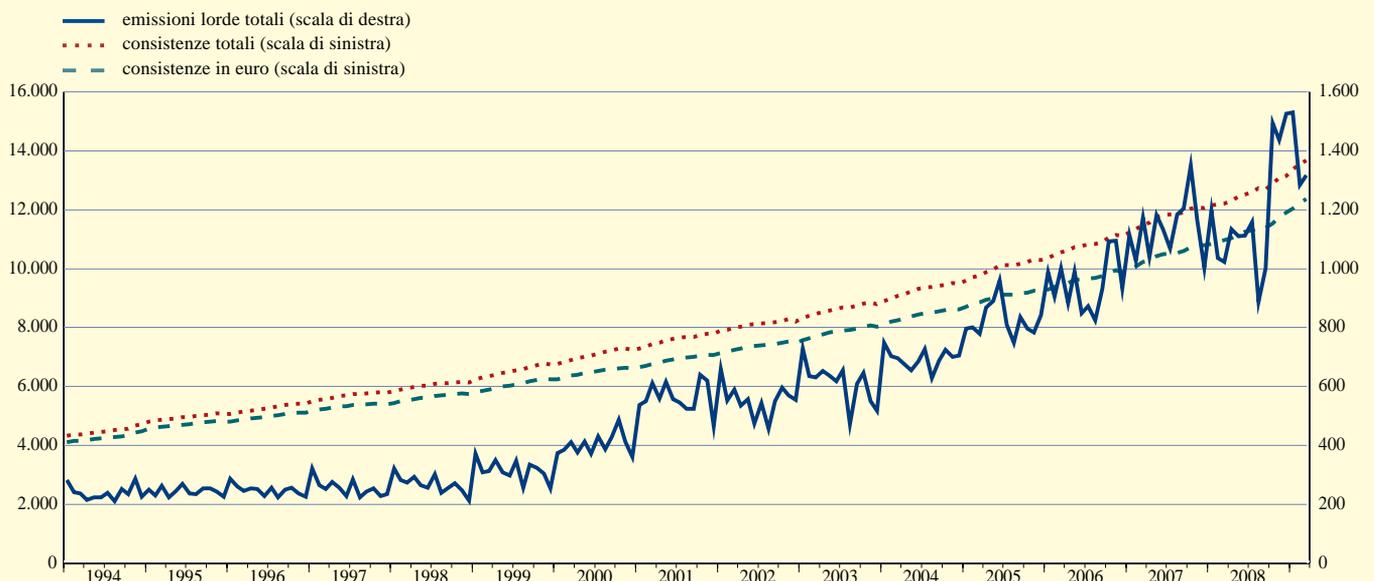
## 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>		
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	<b>Totale</b>											
2008 mar.	13.121,1	1.072,8	104,5	10.963,4	968,3	45,4	12.214,4	1.023,7	43,6	7,1	19,9	6,0
apr.	13.172,0	1.161,1	50,8	11.029,6	1.069,4	66,1	12.293,7	1.133,8	77,8	7,1	58,7	5,0
mag.	13.351,1	1.126,2	178,0	11.169,2	1.036,4	138,6	12.457,0	1.110,1	153,4	6,7	98,3	5,8
giu.	13.487,0	1.155,4	136,3	11.244,0	1.040,1	75,3	12.528,1	1.112,4	81,7	6,8	88,4	5,7
lug.	13.499,5	1.138,0	11,1	11.301,5	1.072,4	55,6	12.603,5	1.159,1	75,0	7,1	97,2	6,8
ago.	13.626,2	879,7	123,9	11.410,3	815,0	106,1	12.734,3	888,5	111,7	7,8	162,8	8,8
set.	13.630,0	1.022,1	2,3	11.378,7	930,5	-32,9	12.695,1	1.001,3	-42,4	7,0	-13,6	8,2
ott.	13.727,8	1.454,3	97,4	11.529,3	1.417,3	150,3	12.893,2	1.494,5	145,4	7,0	103,5	8,9
nov.	13.945,8	1.422,2	218,5	11.756,5	1.369,7	227,9	13.086,3	1.436,8	213,7	8,1	199,6	10,6
dic.	14.131,0	1.536,7	188,8	11.908,3	1.448,1	155,6	13.158,5	1.525,3	142,1	9,5	274,0	13,6
2009 gen.	14.234,0	1.503,7	98,8	12.049,0	1.451,3	137,3	13.360,3	1.529,9	146,6	10,1	104,3	13,6
feb.	14.427,3	1.259,6	190,8	12.234,0	1.198,3	182,9	13.562,7	1.283,7	202,8	11,1	165,3	13,5
mar.	14.604,0	1.317,2	177,1	12.374,8	1.229,0	141,2	13.667,1	1.317,0	150,4	11,9	119,4	15,7
	<b>A lungo termine</b>											
2008 mar.	11.724,1	180,1	34,6	9.750,6	145,2	24,0	10.818,5	160,6	21,3	5,3	11,7	4,5
apr.	11.811,9	259,6	87,8	9.814,8	208,5	64,1	10.892,7	226,1	69,1	5,5	64,8	4,4
mag.	11.965,9	290,7	153,4	9.929,0	234,9	113,6	11.017,4	257,4	122,7	5,1	69,0	4,9
giu.	12.080,0	283,7	114,3	10.016,4	230,2	87,6	11.104,1	253,4	95,0	5,3	68,0	4,8
lug.	12.106,8	207,3	25,2	10.048,5	177,1	30,1	11.143,3	195,2	35,7	5,4	60,6	5,7
ago.	12.196,8	159,0	88,1	10.127,3	132,8	77,0	11.242,9	148,2	78,0	6,1	133,9	7,7
set.	12.186,6	183,6	-9,5	10.106,1	145,6	-20,4	11.227,2	158,6	-30,8	5,7	-16,8	7,1
ott.	12.210,8	198,9	24,8	10.141,8	182,7	36,3	11.319,4	195,4	30,8	5,3	23,0	6,3
nov.	12.386,1	275,5	174,4	10.317,5	253,9	175,0	11.475,2	262,5	165,9	6,3	145,9	7,7
dic.	12.564,5	362,2	179,6	10.488,4	327,6	172,4	11.569,3	339,3	153,0	7,3	181,7	9,8
2009 gen.	12.644,7	294,7	78,4	10.578,7	276,8	89,4	11.704,2	300,2	90,2	8,2	112,3	10,7
feb.	12.815,4	301,0	169,5	10.739,4	268,0	159,7	11.875,9	295,1	172,3	9,2	148,2	10,8
mar.	13.000,3	319,2	157,1	10.914,3	279,6	147,0	12.015,3	301,2	148,1	10,4	142,4	13,8

## F16 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro)



Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).

- 1) Totale dei titoli non azionari denominati in euro emessi da residenti e non residenti nell'area dell'euro.
- 2) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono annualizzati.

## 4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento

(miliardi di euro; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

### 1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2007	12.070	5.046	1.510	654	4.534	327	1.138	841	59	109	116	12
2008	13.159	5.266	1.927	696	4.929	340	1.177	817	73	100	163	24
2008 2° trim.	12.528	5.231	1.629	670	4.677	320	1.119	787	70	102	140	20
3° trim.	12.695	5.267	1.697	681	4.726	324	1.016	691	54	97	147	27
4° trim.	13.159	5.266	1.927	696	4.929	340	1.486	1.005	132	107	214	28
2009 1° trim.	13.667	5.392	2.009	719	5.205	343	1.377	922	68	92	259	35
2008 dic.	13.159	5.266	1.927	696	4.929	340	1.525	1.032	178	112	170	34
2009 gen.	13.360	5.340	1.946	711	5.027	337	1.530	1.016	75	105	278	56
feb.	13.563	5.405	1.990	718	5.111	338	1.284	872	72	81	235	23
mar.	13.667	5.392	2.009	719	5.205	343	1.317	878	59	90	264	27
<b>A breve termine</b>												
2007	1.287	787	36	100	345	18	946	754	18	101	64	9
2008	1.589	822	61	115	566	25	962	723	26	92	101	19
2008 2° trim.	1.424	835	51	111	415	11	873	666	21	92	77	17
3° trim.	1.468	826	62	111	457	13	849	614	25	92	94	24
4° trim.	1.589	822	61	115	566	25	1.220	911	38	95	152	23
2009 1° trim.	1.652	839	41	98	656	18	1.078	806	17	74	154	27
2008 dic.	1.589	822	61	115	566	25	1.186	916	27	93	120	30
2009 gen.	1.656	862	38	108	630	19	1.230	905	18	82	178	47
feb.	1.687	884	38	103	642	19	989	748	16	67	140	18
mar.	1.652	839	41	98	656	18	1.016	764	17	74	144	17
<b>A lungo termine<sup>2)</sup></b>												
2007	10.783	4.259	1.473	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.569	4.444	1.866	581	4.363	315	215	94	47	8	61	4
2008 2° trim.	11.104	4.397	1.578	559	4.262	309	246	121	48	10	64	3
3° trim.	11.227	4.442	1.635	570	4.270	311	167	76	29	5	53	3
4° trim.	11.569	4.444	1.866	581	4.363	315	266	95	93	11	62	5
2009 1° trim.	12.015	4.553	1.968	621	4.549	324	299	116	51	18	105	8
2008 dic.	11.569	4.444	1.866	581	4.363	315	339	116	151	19	50	3
2009 gen.	11.704	4.478	1.908	603	4.397	319	300	111	56	23	100	9
feb.	11.876	4.521	1.951	615	4.469	319	295	124	56	15	95	6
mar.	12.015	4.553	1.968	621	4.549	324	301	114	42	16	120	10
<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>												
2007	7.325	2.263	594	420	3.797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7.603	2.325	625	445	3.958	250	119	48	8	6	54	3
2008 2° trim.	7.471	2.347	605	424	3.846	248	145	66	11	9	56	2
3° trim.	7.528	2.370	619	432	3.859	248	101	42	7	3	47	2
4° trim.	7.603	2.325	625	445	3.958	250	120	42	9	10	57	2
2009 1° trim.	7.923	2.394	663	487	4.127	252	207	72	17	18	96	5
2008 dic.	7.603	2.325	625	445	3.958	250	133	55	14	16	46	3
2009 gen.	7.704	2.348	644	467	3.994	251	214	76	18	23	92	6
feb.	7.830	2.382	661	480	4.058	250	202	75	22	15	87	4
mar.	7.923	2.394	663	487	4.127	252	205	65	11	15	108	6
<b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b>												
2007	3.004	1.621	861	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.477	1.724	1.212	126	351	64	81	36	38	1	4	1
2008 2° trim.	3.177	1.683	947	125	362	60	89	47	36	1	4	1
3° trim.	3.226	1.698	989	129	348	61	52	24	21	2	4	1
4° trim.	3.477	1.724	1.212	126	351	64	129	39	83	1	3	2
2009 1° trim.	3.588	1.758	1.280	124	356	70	74	32	34	0	5	3
2008 dic.	3.477	1.724	1.212	126	351	64	182	41	136	2	4	1
2009 gen.	3.497	1.724	1.236	125	345	66	63	19	37	0	3	3
feb.	3.537	1.731	1.264	125	350	68	79	38	34	0	6	2
mar.	3.588	1.758	1.280	124	356	70	81	39	30	1	6	4

Fonte: BCE.

1) Medie mensili o dati mensili per le transazioni del periodo considerato.

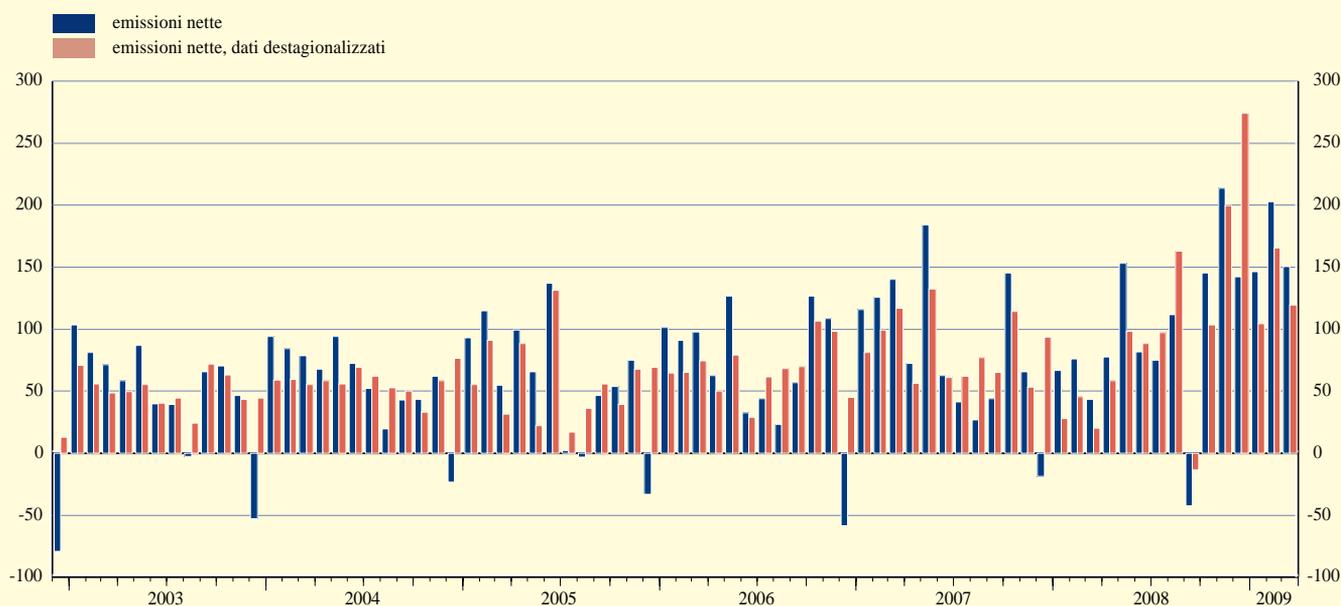
2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

**4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento**  
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

**2. Emissioni nette**

	Dati non destagionalizzati <sup>1)</sup>						Dati destagionalizzati <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2007	83,8	40,7	27,8	4,2	9,9	1,2	84,3	41,3	27,3	4,3	10,2	1,2
2008	95,4	23,1	34,8	3,9	32,5	1,1	96,9	23,3	34,1	4,0	34,4	1,1
2008 2° trim.	104,3	46,7	35,0	4,8	16,9	0,9	81,8	48,6	30,8	0,7	1,1	0,6
3° trim.	48,1	11,0	19,9	1,9	14,1	1,2	82,1	18,9	33,2	5,2	22,4	2,4
4° trim.	167,1	11,2	77,4	5,9	67,2	5,3	192,4	21,1	55,6	7,8	103,0	4,8
2009 1° trim.	166,6	41,5	26,0	7,0	91,2	0,9	129,7	21,9	38,8	6,3	62,1	0,6
2008 dic.	142,1	-15,9	136,0	11,6	1,9	8,6	274,0	44,3	95,1	21,7	101,7	11,1
2009 gen.	146,6	40,5	9,1	9,4	90,6	-3,0	104,3	9,9	42,2	6,4	50,3	-4,6
feb.	202,8	66,7	43,9	7,6	83,7	0,9	165,3	47,4	43,7	7,8	66,1	0,3
mar.	150,4	17,2	25,0	3,9	99,3	4,9	119,4	8,5	30,5	4,7	69,7	6,1
<b>A lungo termine</b>												
2007	61,9	23,9	27,2	2,4	7,8	0,7	61,6	24,1	26,7	2,4	7,8	0,7
2008	66,0	16,2	32,7	2,5	14,1	0,5	65,5	16,3	32,1	2,5	14,1	0,5
2008 2° trim.	95,6	42,6	34,1	4,0	14,1	0,9	67,3	36,2	30,0	0,4	-0,2	0,7
3° trim.	27,6	7,5	16,4	2,5	0,7	0,5	59,2	15,3	29,1	4,1	9,2	1,6
4° trim.	116,6	2,6	77,6	4,4	30,5	1,5	116,9	10,8	56,8	3,8	44,9	0,5
2009 1° trim.	136,9	26,7	32,9	12,8	61,4	3,0	134,3	17,5	45,2	15,6	53,0	3,0
2008 dic.	153,0	-4,4	135,7	11,5	9,0	1,4	181,7	23,1	99,3	12,4	44,5	2,4
2009 gen.	90,2	9,1	32,5	16,7	28,8	3,1	112,3	9,7	64,1	20,7	14,9	2,9
feb.	172,3	44,2	43,7	12,6	71,3	0,5	148,2	24,2	43,7	14,6	65,1	0,6
mar.	148,1	26,8	22,4	9,2	84,2	5,6	142,4	18,5	27,7	11,5	79,2	5,5

**F17 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati**  
(miliardi di euro, transazioni nel mese, valori nominali)



Fonte: BCE.

1) Medie mensili o dati mensili per le transazioni nel periodo considerato.

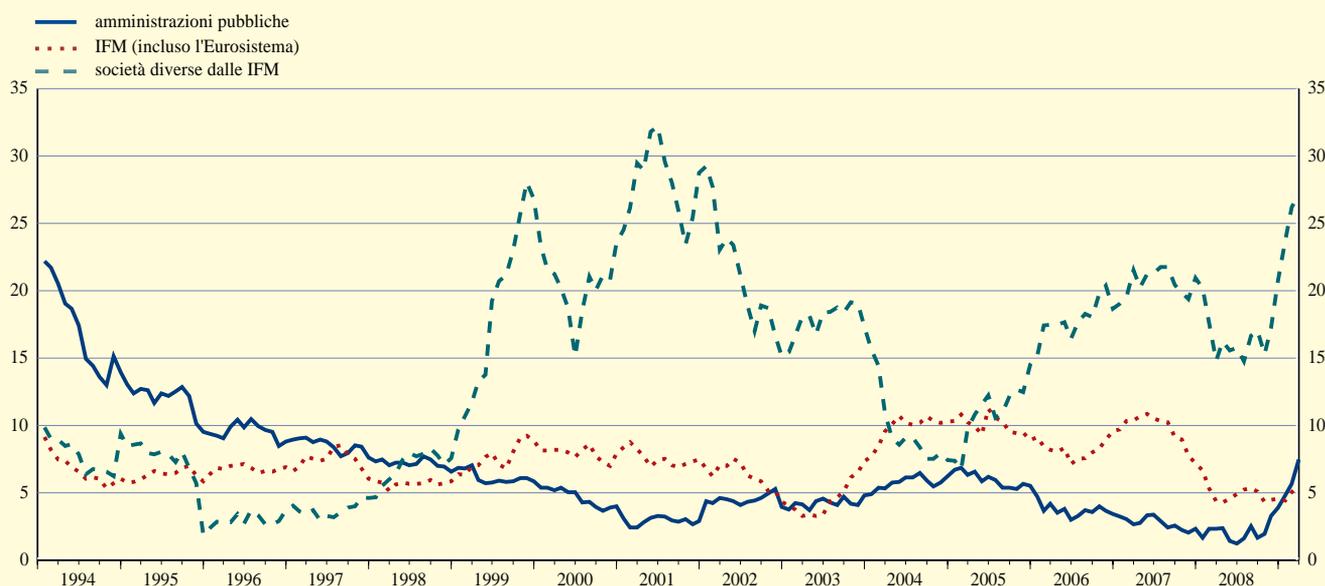
### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2008 mar.	7,1	7,9	20,2	7,4	2,8	1,1	6,0	5,8	22,4	6,6	2,0	-1,0
apr.	7,1	7,4	22,2	6,1	3,0	0,3	5,0	4,2	19,0	4,2	2,4	-3,3
mag.	6,7	7,9	21,2	6,2	1,7	1,9	5,8	6,4	19,9	4,1	1,6	-0,9
giu.	6,8	8,3	23,1	3,4	1,4	2,1	5,7	6,4	20,2	2,7	1,6	-5,2
lug.	7,1	8,6	22,0	2,7	2,0	3,3	6,8	7,4	20,2	1,1	3,1	2,2
ago.	7,8	8,4	24,5	4,9	3,0	3,4	8,8	9,2	27,1	2,7	3,7	6,6
set.	7,0	6,9	24,4	5,9	2,6	2,3	8,2	8,1	26,7	5,4	3,1	5,8
ott.	7,0	5,3	21,6	4,3	4,9	2,8	8,9	6,4	24,4	4,3	7,4	9,5
nov.	8,1	5,7	24,2	4,2	6,8	2,8	10,6	4,9	28,8	4,3	12,1	6,7
dic.	9,5	5,5	27,6	7,1	8,6	3,9	13,6	4,6	35,4	12,0	16,9	14,1
2009 gen.	10,1	5,3	29,0	6,9	10,0	5,4	13,6	3,2	38,5	12,9	17,9	8,6
feb.	11,1	6,3	30,4	7,9	10,8	6,5	13,5	3,5	33,8	13,4	18,5	6,3
mar.	11,9	6,5	30,9	8,9	12,3	7,9	15,7	5,0	35,3	12,7	22,1	10,2
	A lungo termine											
2008 mar.	5,3	4,4	19,0	4,8	2,4	0,9	4,5	2,9	19,2	3,9	1,9	0,0
apr.	5,5	4,3	21,1	4,7	2,5	0,4	4,4	2,8	17,7	4,2	2,2	-1,9
mag.	5,1	4,6	19,9	5,1	1,4	1,8	4,9	4,6	18,4	4,3	1,4	0,5
giu.	5,3	4,9	21,5	2,2	1,2	1,9	4,8	5,6	18,4	2,2	0,3	-0,1
lug.	5,4	5,2	20,0	2,1	1,5	3,1	5,7	6,3	17,5	0,4	2,0	3,0
ago.	6,1	5,3	22,3	3,0	2,4	3,5	7,7	7,8	25,8	1,5	2,5	6,2
set.	5,7	5,1	22,2	4,4	1,6	2,2	7,1	7,4	25,4	5,0	1,3	4,6
ott.	5,3	4,3	19,9	3,7	2,0	1,4	6,3	5,9	22,0	3,1	1,8	5,0
nov.	6,3	4,5	22,8	3,1	3,4	1,3	7,7	4,4	27,3	2,0	5,5	2,2
dic.	7,3	4,6	26,6	5,4	4,0	2,1	9,8	3,6	35,3	8,7	7,8	4,1
2009 gen.	8,2	4,4	29,6	8,0	4,9	3,3	10,7	2,5	43,2	16,2	7,8	3,5
feb.	9,2	5,1	32,1	10,4	5,8	3,9	10,8	2,4	38,7	19,9	9,1	1,7
mar.	10,4	5,6	32,5	12,9	7,6	5,7	13,8	3,8	40,0	21,5	14,3	6,8

### F18 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



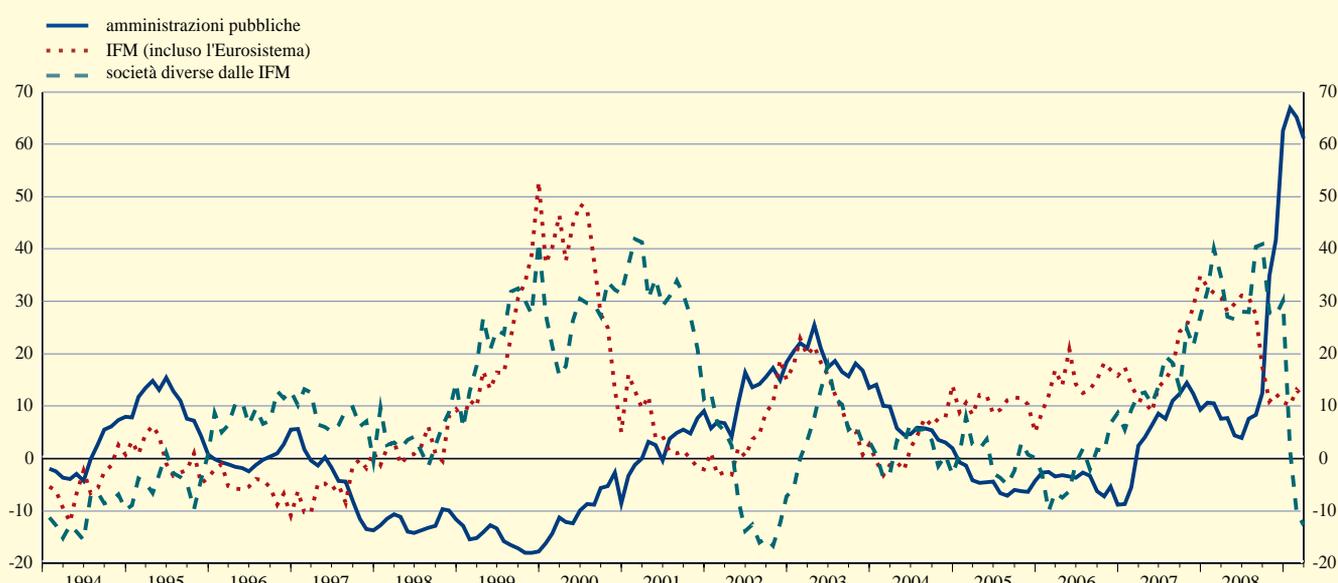
Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

**4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup>**  
(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	15	16	17	18	21	22	23	24				
Tutte le valute												
2007	5,2	7,2	17,0	4,0	2,5	6,6	15,8	11,1	37,8	18,4	3,8	-1,8
2008	3,1	4,9	5,6	4,1	1,6	1,4	12,9	5,5	34,4	7,2	6,4	3,2
2008 2° trim.	2,7	4,3	5,0	4,0	1,3	1,4	12,0	5,0	32,3	8,7	7,2	0,4
3° trim.	3,1	5,6	5,0	3,4	1,4	2,0	12,5	5,3	33,3	3,4	6,0	6,0
4° trim.	3,2	4,5	4,3	4,4	2,5	-0,8	13,2	5,6	35,0	4,5	1,9	10,2
2009 1° trim.	6,1	4,9	8,8	12,2	6,1	1,4	15,9	5,4	45,3	0,4	-0,7	11,2
2008 ott.	2,8	4,6	3,5	3,9	1,7	-0,7	11,8	5,3	31,3	5,3	1,3	9,2
nov.	3,4	4,2	4,1	3,3	3,1	-1,7	13,7	6,0	35,8	4,8	2,0	12,2
dic.	4,1	4,0	5,0	6,7	4,1	-0,4	15,6	6,1	40,9	2,1	2,5	10,9
2009 gen.	5,4	4,2	7,6	10,6	5,5	1,2	15,6	5,3	44,7	0,6	-1,3	10,0
feb.	6,7	5,4	10,5	13,9	6,5	2,0	16,1	5,1	47,1	0,1	-1,3	9,7
mar.	8,4	6,6	11,4	17,5	8,4	2,6	16,4	5,1	47,3	-0,9	-1,1	16,7
Euro												
2007	4,6	6,5	13,7	2,3	2,7	6,7	15,1	10,3	35,5	18,2	3,9	-2,4
2008	2,9	4,8	5,9	2,0	1,8	1,3	14,4	6,5	36,1	7,3	6,8	2,0
2008 2° trim.	2,4	4,0	4,4	1,9	1,5	1,4	13,2	5,7	33,5	8,5	7,6	-1,1
3° trim.	3,0	5,4	6,0	1,0	1,6	1,8	14,3	6,8	35,3	4,1	6,4	4,6
4° trim.	3,4	4,7	6,5	2,1	2,7	-1,2	15,5	7,6	37,7	5,2	2,1	9,2
2009 1° trim.	6,6	6,1	12,4	9,4	6,1	0,8	18,8	7,9	48,3	0,4	-0,6	11,0
2008 ott.	2,8	4,7	5,5	1,8	1,9	-1,2	13,9	7,1	33,9	6,2	1,5	8,3
nov.	3,5	4,4	6,5	1,1	3,3	-2,3	16,1	8,1	38,6	5,6	2,2	11,4
dic.	4,5	4,8	7,5	3,7	4,3	-1,0	18,3	8,5	43,7	2,3	2,7	9,7
2009 gen.	5,8	5,2	10,6	7,8	5,6	0,6	18,6	8,1	47,6	0,8	-1,2	9,2
feb.	7,2	6,6	14,9	11,0	6,5	1,4	19,0	7,5	50,1	0,1	-1,2	10,1
mar.	8,9	8,1	15,8	15,3	8,3	1,9	19,3	7,6	50,5	-1,7	-1,2	17,7

**F19 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente**  
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

#### 4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; salvo diversa indicazione; valori di mercato)

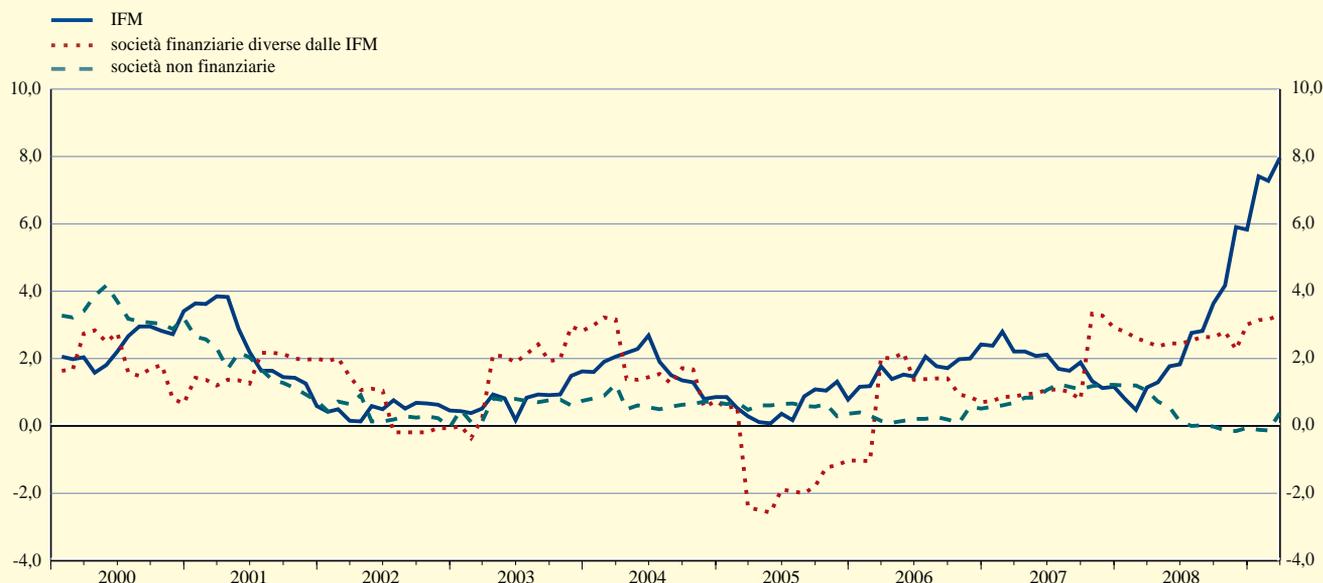
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 mar.	6.519,7	103,2	1,0	1.113,2	2,2	650,1	0,9	4.756,4	0,7
apr.	6.769,2	103,5	1,1	1.170,5	2,2	675,6	0,9	4.923,2	0,8
mag.	7.048,9	103,5	1,1	1.176,3	2,1	688,9	1,0	5.183,7	0,8
giu.	6.971,4	103,8	1,3	1.130,4	2,1	678,1	1,1	5.162,9	1,1
lug.	6.741,3	104,0	1,3	1.101,6	1,7	609,9	1,1	5.029,8	1,2
ago.	6.626,8	103,9	1,2	1.062,0	1,6	583,9	1,0	4.981,0	1,2
set.	6.691,8	104,0	1,2	1.050,6	1,9	598,3	0,8	5.042,9	1,1
ott.	6.945,9	104,3	1,4	1.074,6	1,3	629,3	3,3	5.242,0	1,2
nov.	6.631,8	104,3	1,4	1.034,6	1,1	579,2	3,3	5.018,0	1,2
dic.	6.588,7	104,4	1,4	1.019,0	1,2	579,0	2,9	4.990,6	1,2
2008 gen.	5.766,1	104,4	1,3	889,8	0,8	497,4	2,8	4.378,9	1,2
feb.	5.820,8	104,5	1,2	860,1	0,5	492,4	2,6	4.468,3	1,2
mar.	5.567,1	104,5	1,2	860,5	1,1	501,4	2,5	4.205,2	1,1
apr.	5.748,0	104,4	1,0	837,2	1,3	519,5	2,4	4.391,3	0,7
mag.	5.729,4	104,5	0,9	771,0	1,8	497,1	2,5	4.461,2	0,6
giu.	5.081,0	104,4	0,6	665,3	1,8	435,8	2,4	3.979,9	0,1
lug.	4.972,6	104,6	0,6	691,6	2,8	428,3	2,5	3.852,7	0,0
ago.	4.999,2	104,6	0,6	665,5	2,8	438,5	2,7	3.895,2	0,0
set.	4.430,0	104,7	0,7	612,2	3,6	382,2	2,6	3.435,6	0,0
ott.	3.743,7	105,0	0,7	451,9	4,2	280,3	2,8	3.011,5	-0,1
nov.	3.489,2	105,2	0,9	394,5	5,9	265,3	2,3	2.829,4	-0,2
dic.	3.482,5	105,4	1,0	377,0	5,8	269,2	3,0	2.836,2	-0,1
2009 gen.	3.286,8	105,6	1,1	344,6	7,4	240,0	3,1	2.702,1	-0,1
feb.	2.922,0	105,6	1,1	276,7	7,3	189,1	3,2	2.456,2	-0,1
mar.	3.009,8	106,1	1,5	315,8	8,0	204,8	3,3	2.489,2	0,4

#### F20 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

#### 4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

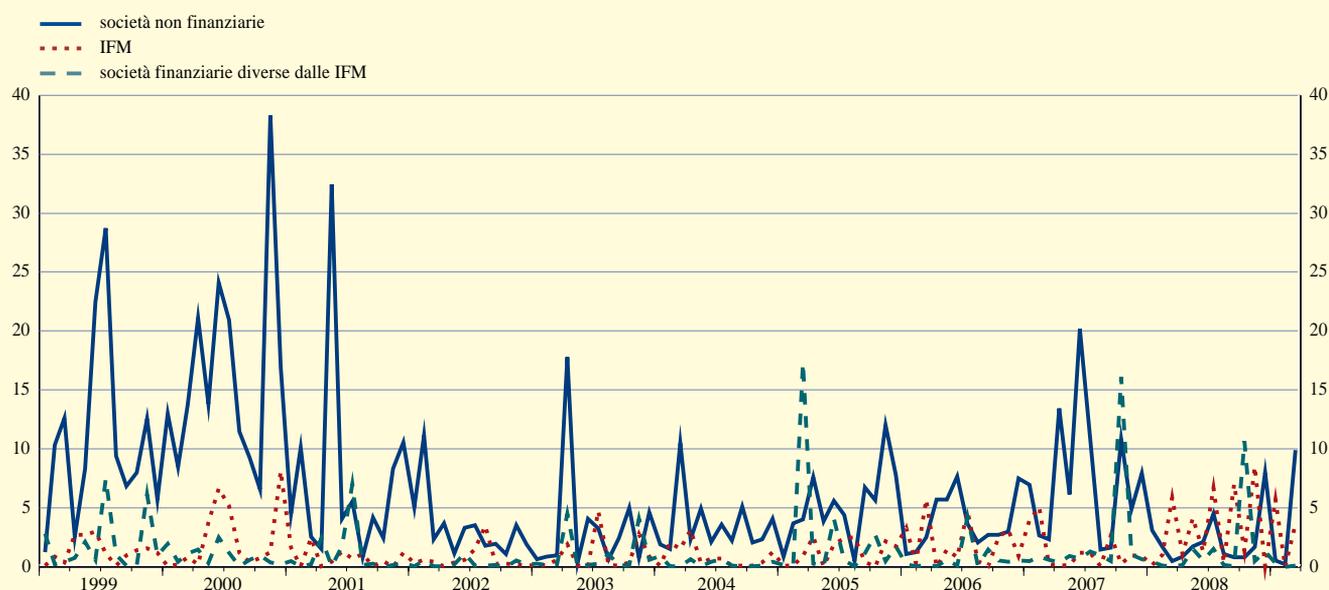
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007 mar.	3,1	1,7	1,4	0,2	0,0	0,2	0,6	0,3	0,3	2,3	1,4	1,0
apr.	13,9	0,4	13,4	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,0	0,3	13,4	0,2	13,2
mag.	7,2	2,0	5,2	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	6,1	2,0	4,1
giu.	22,0	1,6	20,5	1,2	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	20,2	1,6	18,6
lug.	13,3	1,8	11,5	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	10,9	1,5	9,3
ago.	2,5	6,6	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	1,5	5,1	-3,6
set.	4,7	2,5	2,2	2,6	0,0	2,6	0,4	0,3	0,1	1,6	2,1	-0,5
ott.	27,2	8,0	19,1	0,2	3,2	-3,0	16,1	0,5	15,6	10,8	4,3	6,5
nov.	6,8	3,3	3,5	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	4,9	2,0	2,9
dic.	9,5	4,6	4,9	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	7,9	2,5	5,5
2008 gen.	3,6	1,4	2,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,2	3,1	0,7	2,4
feb.	2,8	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,7	1,6	0,1
mar.	6,4	6,0	0,3	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,4	5,6	-5,1
apr.	2,0	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
mag.	7,3	6,0	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
giu.	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
lug.	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
ago.	1,5	3,0	-1,4	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	3,0	-1,9
set.	7,8	2,8	5,0	7,0	0,0	7,0	0,0	0,1	-0,1	0,8	2,7	-1,9
ott.	12,8	0,6	12,2	1,4	0,0	1,4	10,7	0,0	10,7	0,8	0,6	0,1
nov.	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,4
dic.	9,3	2,6	6,8	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,2	8,0	2,5	5,5
2009 gen.	6,5	0,5	6,1	5,7	0,0	5,7	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,1
feb.	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6
mar.	13,6	0,2	13,3	3,6	0,0	3,6	0,1	0,0	0,1	9,9	0,2	9,6

#### F21 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

(miliardi di euro; transazioni del mese; valori di mercato)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dell'indice e dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

## 4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

### 1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2),3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008 apr.	1,22	4,28	4,16	3,14	2,72	3,81	2,06	4,27	4,56	4,64	4,00
mag.	1,23	4,32	4,27	3,16	2,73	3,84	2,08	4,26	4,68	4,48	4,03
giu.	1,24	4,43	4,62	3,28	2,74	3,88	2,07	4,28	4,72	4,01	4,11
lug.	1,26	4,61	4,83	3,37	2,81	3,94	2,14	4,46	5,06	4,56	4,26
ago.	1,29	4,59	4,87	3,45	2,87	3,98	2,17	4,46	5,34	4,55	4,30
set.	1,32	4,65	4,85	3,36	2,97	4,01	2,20	4,52	5,19	4,69	4,27
ott.	1,34	4,77	4,85	3,57	3,01	4,12	2,20	4,26	5,12	4,57	3,66
nov.	1,29	4,26	4,67	3,71	3,02	4,20	1,98	3,53	4,58	4,18	3,19
dic.	1,16	3,75	4,35	3,69	2,95	4,17	1,63	2,87	4,23	4,10	2,63
2009 gen.	1,02	3,27	3,90	3,52	2,88	4,08	1,28	2,25	3,81	3,78	2,05
feb.	0,90	2,62	3,40	3,23	2,49	3,98	1,12	1,61	3,21	3,89	1,55
mar.	0,80	2,24	2,97	3,12	2,33	3,87	0,95	1,39	2,98	2,94	1,23

### 2. Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso			
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008 apr.	10,53	8,33	7,02	8,46	8,55	5,23	4,90	4,95	5,12	5,29	5,83	5,80	5,45
mag.	10,57	8,69	7,01	8,44	8,63	5,34	4,96	4,98	5,13	5,37	5,99	5,87	5,59
giu.	10,63	8,61	6,93	8,44	8,57	5,48	5,11	5,08	5,20	5,47	6,04	6,12	5,67
lug.	10,65	8,82	7,15	8,58	8,80	5,67	5,27	5,21	5,34	5,62	6,09	6,21	5,82
ago.	10,77	8,85	7,22	8,69	8,95	5,77	5,36	5,29	5,27	5,69	6,05	6,28	5,70
set.	10,80	8,77	7,20	8,70	8,85	5,80	5,43	5,28	5,37	5,71	6,24	6,36	5,77
ott.	10,83	8,88	7,22	8,69	8,92	5,84	5,42	5,28	5,37	5,70	6,37	6,26	5,80
nov.	10,78	8,98	7,17	8,69	8,92	5,62	5,34	5,22	5,28	5,58	5,84	6,15	5,75
dic.	10,45	8,22	7,03	8,39	8,50	5,09	5,06	5,10	5,13	5,30	4,98	5,75	5,29
2009 gen.	10,12	8,33	7,03	8,63	8,67	4,38	4,77	4,92	5,00	4,86	4,41	5,44	5,23
feb.	10,13	8,19	6,65	8,49	8,39	3,97	4,54	4,80	4,89	4,61	4,08	5,03	5,16
mar.	9,93	7,73	6,51	8,29	8,12	3,66	4,34	4,61	4,74	4,39	3,83	4,73	5,04

### 3. Tassi di interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		1	2	3	4	5	6
2008 apr.	6,54	6,03	5,77	5,20	5,30	5,42	5,39
mag.	6,57	6,10	5,93	5,25	5,26	5,70	5,39
giu.	6,67	6,16	6,09	5,43	5,35	5,68	5,52
lug.	6,74	6,26	6,29	5,53	5,44	5,82	5,55
ago.	6,76	6,27	6,33	5,49	5,44	5,60	5,56
set.	6,91	6,34	6,37	5,64	5,62	5,83	5,64
ott.	6,89	6,52	6,35	5,57	5,59	5,75	5,08
nov.	6,66	6,04	6,10	5,41	4,86	5,02	4,97
dic.	6,26	5,38	5,78	5,32	4,29	4,50	4,77
2009 gen.	5,67	4,73	5,46	5,24	3,51	3,96	4,58
feb.	5,40	4,32	5,25	4,96	3,10	3,52	4,23
mar.	5,12	4,03	5,07	4,75	2,83	3,25	3,87

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.
- 3) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 4) Il tasso annuo effettivo globale copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti per le garanzie, ecc.

#### 4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

#### 4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

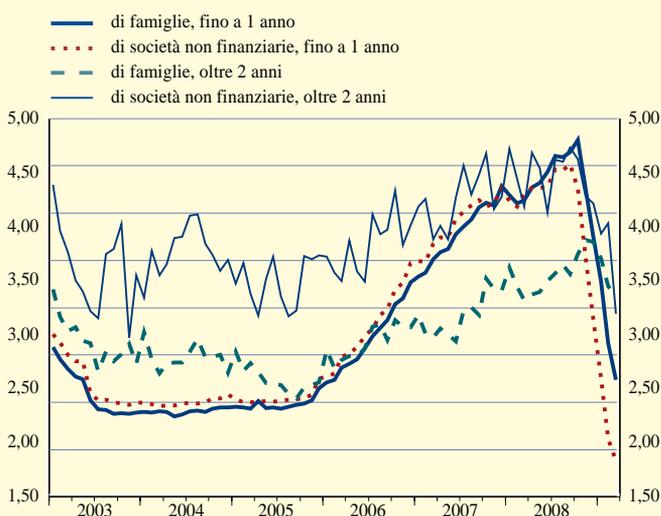
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>2),3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 apr.	1,22	4,07	3,07	2,72	3,81	2,06	4,36	4,29	3,91
mag.	1,23	4,13	3,06	2,73	3,84	2,08	4,43	4,27	4,04
giu.	1,24	4,20	3,08	2,74	3,88	2,07	4,47	4,31	4,12
lug.	1,26	4,31	3,07	2,81	3,94	2,14	4,59	4,40	4,24
ago.	1,29	4,38	3,09	2,87	3,98	2,17	4,65	4,39	4,23
set.	1,32	4,45	3,11	2,97	4,01	2,20	4,73	4,45	4,32
ott.	1,34	4,54	3,08	3,01	4,12	2,20	4,68	4,45	4,06
nov.	1,29	4,51	3,12	3,02	4,20	1,98	4,44	4,40	3,95
dic.	1,16	4,40	3,07	2,95	4,17	1,63	4,02	4,30	3,56
2009 gen.	1,02	4,16	3,10	2,88	4,08	1,28	3,50	4,11	3,08
feb.	0,90	3,98	3,17	2,49	3,98	1,12	3,19	4,00	2,68
mar.	0,80	3,79	3,05	2,33	3,87	0,95	2,84	3,88	2,27

#### 5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie					Prestiti a società non finanziarie				
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita			
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2008 apr.	5,59	4,85	5,03	9,07	7,22	6,28	6,04	5,54	5,29	
mag.	5,61	4,85	5,05	9,08	7,22	6,26	6,08	5,59	5,32	
giu.	5,68	4,89	5,07	9,11	7,29	6,35	6,18	5,68	5,39	
lug.	5,72	4,93	5,11	9,19	7,34	6,37	6,25	5,76	5,44	
ago.	5,78	4,95	5,11	9,26	7,38	6,41	6,28	5,79	5,46	
set.	5,77	5,03	5,14	9,38	7,47	6,47	6,39	5,90	5,54	
ott.	5,78	5,06	5,17	9,45	7,48	6,48	6,43	5,99	5,58	
nov.	5,71	5,01	5,16	9,24	7,48	6,46	6,16	5,81	5,51	
dic.	5,49	4,90	5,08	9,01	7,38	6,38	5,72	5,42	5,27	
2009 gen.	5,22	4,72	4,93	8,72	7,22	6,22	5,11	4,89	4,89	
feb.	5,14	4,75	4,91	8,61	7,27	6,21	4,77	4,59	4,74	
mar.	4,90	4,58	4,78	8,43	7,07	6,06	4,42	4,27	4,47	

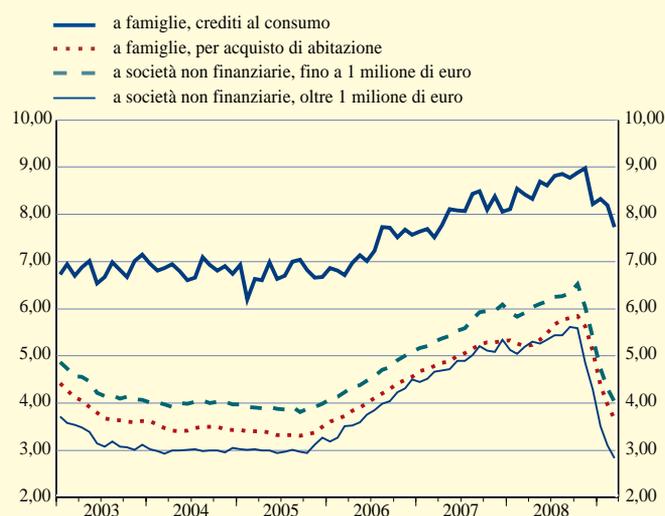
#### F22 Nuovi depositi con durata prestabilita

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



#### F23 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



Fonte: BCE.

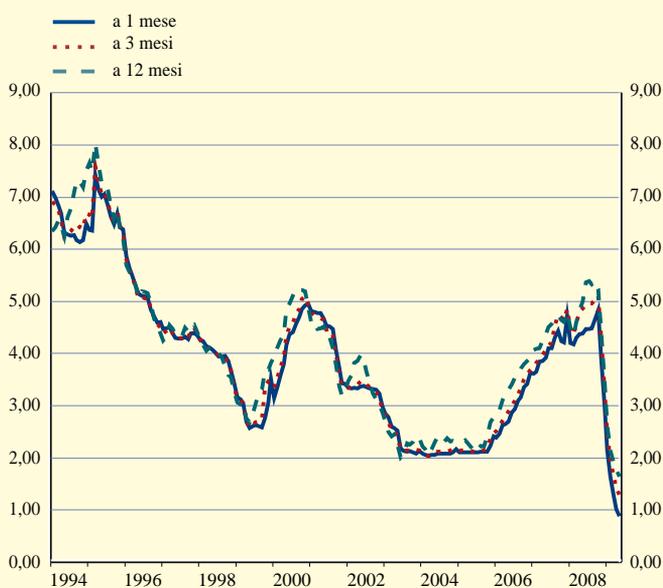
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2008 1° trim.	4,05	4,23	4,48	4,48	4,48	3,29	0,92
2° trim.	4,00	4,41	4,86	4,93	5,05	2,75	0,92
3° trim.	4,25	4,54	4,98	5,18	5,37	2,91	0,90
4° trim.	3,17	3,92	4,24	4,31	4,38	2,77	0,96
2009 1° trim.	1,37	1,67	2,01	2,11	2,22	1,24	0,67
2008 mag.	4,01	4,39	4,86	4,90	4,99	2,69	0,92
giu.	4,01	4,47	4,94	5,09	5,36	2,77	0,92
lug.	4,19	4,47	4,96	5,15	5,39	2,79	0,92
ago.	4,30	4,49	4,97	5,16	5,32	2,81	0,89
set.	4,27	4,66	5,02	5,22	5,38	3,12	0,91
ott.	3,82	4,83	5,11	5,18	5,25	4,06	1,04
nov.	3,15	3,84	4,24	4,29	4,35	2,28	0,91
dic.	2,49	2,99	3,29	3,37	3,45	1,83	0,92
2009 gen.	1,81	2,14	2,46	2,54	2,62	1,21	0,73
feb.	1,26	1,63	1,94	2,03	2,14	1,24	0,64
mar.	1,06	1,27	1,64	1,77	1,91	1,27	0,62
apr.	0,84	1,01	1,42	1,61	1,77	1,11	0,57
mag.	0,78	0,88	1,28	1,48	1,64	0,82	0,53

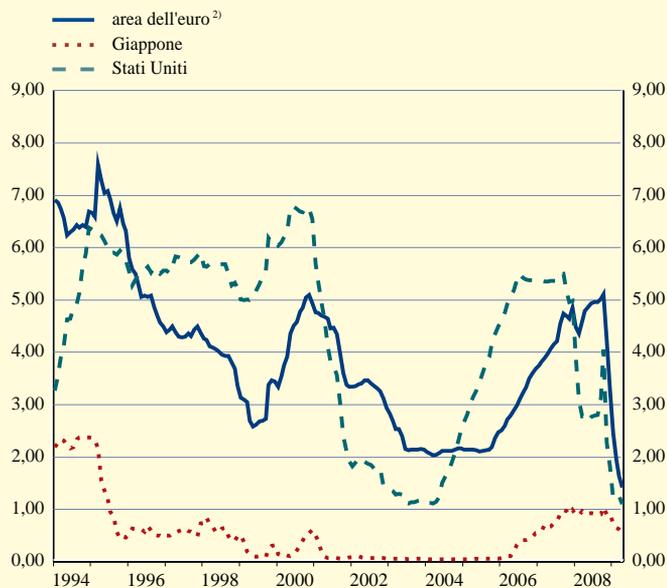
#### F24 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro<sup>2)</sup>

(dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



#### F25 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi

(dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

- 1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

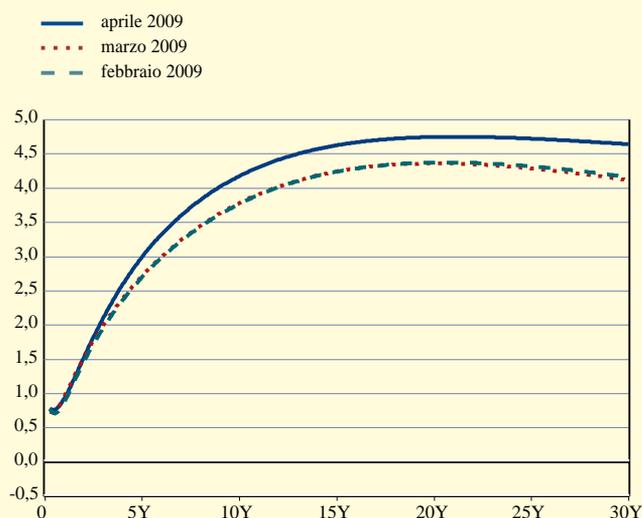
#### 4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro<sup>1)</sup>

(titoli di debito con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali; fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 dic.	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 gen.	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
feb.	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
mar.	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
apr.	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
mag.	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
giu.	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
lug.	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
ago.	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
set.	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
ott.	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
nov.	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
dic.	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008 gen.	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80
feb.	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99
mar.	3,87	3,70	3,60	3,70	3,87	4,13	0,26	0,54	3,53	3,49	4,10	4,91
apr.	3,90	3,89	3,86	3,95	4,10	4,32	0,42	0,46	3,86	3,81	4,29	4,95
mag.	3,88	4,20	4,28	4,27	4,35	4,52	0,64	0,24	4,41	4,29	4,40	5,03
giu.	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
lug.	4,20	4,31	4,31	4,31	4,39	4,53	0,33	0,21	4,36	4,27	4,46	4,93
ago.	4,24	4,20	4,13	4,11	4,19	4,34	0,10	0,21	4,13	4,02	4,26	4,82
set.	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
ott.	2,52	2,86	2,68	3,58	3,95	4,25	1,74	1,58	2,27	2,99	4,80	4,97
nov.	2,00	2,10	2,38	3,16	3,49	3,77	1,78	1,40	2,33	2,97	4,16	4,48
dic.	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 gen.	1,19	1,27	1,79	3,02	3,53	4,02	2,83	2,24	1,70	2,85	4,53	5,26
feb.	0,93	1,01	1,56	2,79	3,31	3,85	2,93	2,30	1,48	2,64	4,32	5,25
mar.	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
apr.	0,74	0,96	1,53	2,72	3,25	3,79	3,05	2,26	1,52	2,58	4,24	5,19
mag.	0,79	0,93	1,53	3,00	3,60	4,18	3,39	2,65	1,43	2,77	4,81	5,61

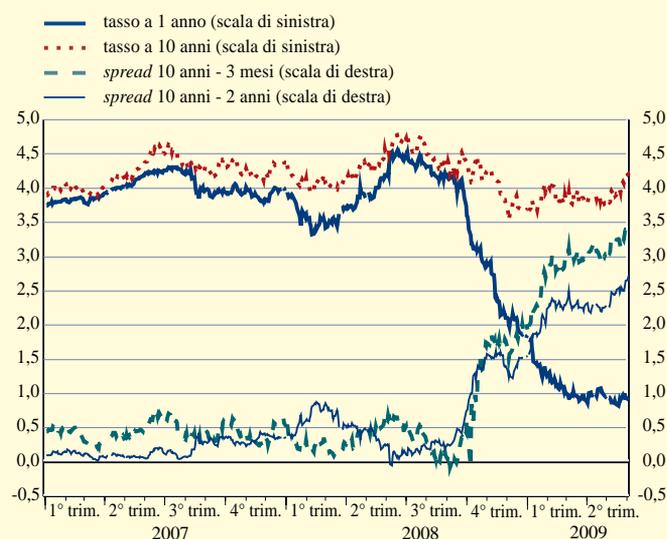
#### F26 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



#### F27 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro

(dati giornalieri; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)



Fonte: BCE; i dati utilizzati sono stati forniti da Euro MTS; rating di Fitch Ratings.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2008 1° trim.	361,8	3.809,4	520,9	194,0	327,1	412,0	318,1	413,3	339,2	573,3	490,1	454,4	1.351,7	13.372,6
2° trim.	355,9	3.705,6	576,2	185,0	317,8	442,8	313,7	408,2	306,5	557,1	437,7	427,1	1.371,7	13.818,3
3° trim.	309,7	3.278,8	506,0	162,2	282,2	382,8	260,5	345,7	285,6	494,8	412,4	407,4	1.252,7	12.758,7
4° trim.	228,7	2.497,7	320,7	136,5	236,9	287,6	169,3	238,1	200,0	384,7	387,0	358,1	910,9	8.700,4
2009 1° trim.	200,2	2.166,4	293,6	131,6	207,9	272,5	126,3	223,0	175,7	340,6	367,2	345,7	810,1	7.968,8
2008 mag.	367,1	3.812,8	588,9	189,2	328,2	462,5	325,8	424,3	313,2	567,2	447,5	436,3	1.402,0	14.000,2
giu.	340,2	3.527,8	586,2	176,1	299,6	442,6	287,6	393,5	292,8	553,8	415,3	414,7	1.341,3	14.084,6
lug.	311,9	3.298,7	529,0	158,2	272,7	401,5	260,0	348,6	281,7	513,7	412,7	418,1	1.257,6	13.153,0
ago.	316,1	3.346,0	513,7	167,1	287,0	388,1	266,0	356,6	304,4	504,4	411,2	403,0	1.281,5	12.989,4
set.	301,3	3.193,7	474,6	161,8	287,4	358,2	255,8	332,2	271,8	465,8	413,2	400,6	1.220,0	12.126,2
ott.	241,5	2.627,3	342,1	135,6	249,1	287,9	195,0	245,1	212,8	392,4	378,2	363,7	968,8	9.080,5
nov.	225,0	2.452,9	315,2	136,2	237,6	294,8	159,0	229,5	197,7	393,6	386,0	361,7	883,3	8.502,7
dic.	219,0	2.407,0	304,0	137,8	224,2	281,0	152,5	238,7	189,4	369,2	396,6	349,4	877,2	8.492,1
2009 gen.	215,5	2.344,9	309,7	136,8	220,8	280,5	143,4	236,4	188,1	376,5	384,1	364,8	866,6	8.402,5
feb.	200,4	2.159,8	299,2	132,7	208,0	280,9	123,3	226,1	175,7	341,0	361,7	354,1	806,3	7.707,3
mar.	184,6	1.993,9	272,5	125,3	194,9	256,9	111,8	206,8	163,5	304,2	355,2	319,1	757,1	7.772,8
apr.	209,3	2.256,3	308,4	134,6	219,0	268,1	145,0	237,9	196,0	323,2	356,8	327,7	848,5	8.755,5
mag.	225,7	2.426,7	331,6	140,1	233,8	296,0	164,5	259,8	203,1	346,3	348,0	346,7	901,7	9.257,7

## F28 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

## PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>		
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici												
in perc. del totale <sup>3)</sup>	100,0	100,0	83,0	58,6	41,4	100,0	11,9	7,5	29,7	9,6	41,4	89,3	10,7	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5	
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7	
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1	
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,3	3,0	
2008 1° trim.	106,4	3,4	2,5	3,9	2,6	1,0	2,1	0,6	0,2	3,4	0,8	3,5	2,5	
2° trim.	108,1	3,6	2,5	4,5	2,4	1,1	1,1	1,2	0,2	6,0	0,5	3,7	2,8	
3° trim.	108,4	3,8	2,5	4,7	2,6	0,7	0,8	0,8	0,2	2,1	0,7	3,9	3,3	
4° trim.	108,2	2,3	2,2	2,1	2,6	-0,6	0,2	0,3	0,3	-8,7	0,5	2,1	3,4	
2009 1° trim.	107,4	1,0	1,6	0,1	2,2	-0,2	-0,1	0,4	0,1	-4,9	0,5	0,7	2,9	
2008 dic.	107,9	1,6	2,1	0,9	2,6	-0,4	0,0	0,2	0,0	-4,7	0,2	1,4	3,4	
2009 gen.	107,0	1,1	1,8	0,2	2,4	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,9	2,9	
feb.	107,4	1,2	1,7	0,3	2,4	0,2	0,0	0,5	0,1	0,5	0,2	1,0	2,9	
mar.	107,8	0,6	1,5	-0,4	1,9	0,0	0,0	-0,2	0,1	-1,2	0,2	0,3	2,9	
apr.	108,2	0,6	1,7	-0,7	2,5	0,1	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,2	0,4	1,9	
mag. <sup>4)</sup>	.	0,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	

	Beni						Servizi						
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi			Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione						
in perc. del totale <sup>3)</sup>	19,3	11,9	7,5	39,3	29,7	9,6	10,1	6,0	6,3	3,2	14,9	6,8	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1	
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3	
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2	
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5	
2008 1° trim.	5,2	6,4	3,5	3,2	0,8	10,7	2,5	1,9	3,1	-2,5	3,2	3,2	
2° trim.	5,7	6,9	3,7	3,9	0,8	13,6	2,3	1,9	3,6	-1,8	3,0	2,2	
3° trim.	5,6	6,7	3,9	4,2	0,7	15,1	2,3	1,9	4,4	-2,4	3,4	2,3	
4° trim.	3,8	4,3	3,0	1,2	0,9	2,1	2,2	1,9	4,5	-2,0	3,3	2,2	
2009 1° trim.	2,4	2,1	2,8	-1,1	0,7	-6,1	2,0	1,7	3,6	-1,7	2,7	2,1	
2008 nov.	3,7	4,2	2,8	0,8	0,9	0,7	2,2	1,8	4,4	-2,1	3,4	2,2	
dic.	3,3	3,5	2,8	-0,3	0,8	-3,7	2,2	1,8	4,5	-1,8	3,2	2,1	
2009 gen.	2,7	2,7	2,6	-1,0	0,5	-5,3	2,0	1,7	3,9	-1,9	3,1	2,2	
feb.	2,5	2,0	3,3	-0,7	0,7	-4,9	2,0	1,8	3,9	-1,4	3,0	2,1	
mar.	1,9	1,6	2,4	-1,5	0,8	-8,1	2,0	1,8	3,1	-1,8	2,2	2,0	
apr.	1,4	1,2	1,6	-1,7	0,8	-8,8	2,0	1,8	3,5	-1,6	3,4	2,1	

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- Stime della BCE basate su dati Eurostat; queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- Con riferimento al 2008.
- Stime basate su dati nazionali provvisori che coprono il 95 per cento dell'area dell'euro, nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali<sup>1)</sup>

in perc. del totale <sup>4)</sup>	Prezzi alla produzione dei beni industriali											Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>
	Industria escluse le costruzioni												
	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Industria manifatturiera	Industria escluse le costruzioni e l'energia			Beni energetici	Beni di consumo					
				Totale	Beni intermedi	Beni di investimento		Totale	Durevoli	Non durevoli			
	100,0	100,0	83,0	75,8	30,1	21,9	23,7	2,7	21,0	24,2			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	100,0	4,1	3,3	1,8	2,9	1,2	1,1	1,5	0,9	13,9	2,8	7,6	
2006	105,0	5,0	3,5	2,8	4,6	1,6	1,7	1,5	1,5	13,3	4,1	6,5	
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,7	2,2	2,3	2,4	2,1	1,3	4,0	4,4	
2008	114,2	5,9	4,8	3,5	4,0	2,1	3,9	2,8	4,0	13,7	4,1	1,7	
2008 1° trim.	111,8	5,3	5,5	3,5	3,9	1,6	4,7	3,1	4,9	11,1	3,1	-	
2° trim.	114,6	6,8	6,3	3,7	4,0	2,0	4,8	2,8	5,1	16,8	4,0	2,8 <sup>5)</sup>	
3° trim.	117,0	8,2	6,6	4,3	5,5	2,3	4,2	2,7	4,4	21,1	5,5	-	
4° trim.	113,5	3,3	0,7	2,4	2,6	2,5	2,0	2,7	1,9	6,3	3,9	0,6 <sup>5)</sup>	
2009 1° trim.	109,9	-1,7	-4,0	-0,9	-2,7	1,8	-0,6	1,9	-1,0	-4,1	.	-	
2008 nov.	113,3	2,9	0,3	2,3	2,4	2,7	1,9	2,6	1,8	4,5	-	-	
dic.	111,6	1,2	-1,6	1,4	1,2	2,1	1,2	2,6	1,0	0,6	-	-	
2009 gen.	110,5	-0,6	-3,0	-0,1	-1,2	1,9	-0,1	2,0	-0,4	-2,1	-	-	
feb.	110,0	-1,6	-3,9	-1,0	-3,0	1,9	-0,6	1,9	-1,0	-3,5	-	-	
mar.	109,2	-2,9	-5,1	-1,7	-4,0	1,6	-1,2	1,8	-1,6	-6,6	-	-	
apr.	108,1	-4,6	-5,8	-2,4	-5,2	1,2	-1,4	1,5	-1,8	-11,1	-	-	

### 3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL<sup>1)</sup>

in perc. del totale	Prezzo del petrolio <sup>6)</sup> (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL							
		Ponderati in base alle importazioni <sup>7)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>8)</sup>			Totale (indice destagionalizzato 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>9)</sup>	Importazioni <sup>9)</sup>
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
	100,0	35,0	65,0	100,0	44,3	55,7									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2005	44,6	11,9	0,9	17,9	9,0	2,5	14,4	111,6	2,0	2,3	2,1	2,4	2,5	2,4	3,3
2006	52,9	27,5	5,8	37,6	24,4	5,9	38,1	113,8	1,9	2,4	2,2	2,1	2,9	2,7	3,9
2007	52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,4	2,3	2,2	2,2	1,6	2,7	1,7	1,4
2008	65,9	2,0	18,2	-4,3	-1,7	9,7	-8,5	119,1	2,3	2,9	2,9	2,8	2,5	2,5	3,8
2008 1° trim.	64,2	8,4	36,4	-1,3	7,2	31,6	-5,8	118,0	2,1	2,9	3,0	2,4	2,3	2,4	4,3
2° trim.	78,5	2,5	32,4	-7,5	-0,3	20,3	-11,1	118,9	2,3	3,2	3,3	3,6	2,5	2,7	4,7
3° trim.	77,6	6,8	16,2	2,8	0,6	4,3	-1,9	119,4	2,3	3,3	3,5	2,8	3,0	3,5	5,7
4° trim.	43,5	-10,1	-7,7	-11,2	-14,5	-12,9	-15,8	120,2	2,5	2,1	1,9	2,4	2,1	1,4	0,6
2009 1° trim.	35,1	-23,5	-14,8	-27,6	-25,0	-17,3	-30,6	119,9	1,7	1,1	0,5	2,8	0,5	-2,8	-4,2
2008 dic.	32,1	-17,2	-14,3	-18,7	-21,5	-18,6	-23,7	-	-	-	-	-	-	-	-
2009 gen.	34,3	-21,0	-10,4	-26,0	-22,3	-13,5	-28,7	-	-	-	-	-	-	-	-
feb.	34,6	-24,3	-16,1	-28,2	-26,6	-20,4	-31,4	-	-	-	-	-	-	-	-
mar.	36,5	-25,0	-17,7	-28,5	-25,8	-17,8	-31,7	-	-	-	-	-	-	-	-
apr.	39,0	-19,8	-11,7	-23,6	-20,1	-10,8	-26,6	-	-	-	-	-	-	-	-
mag.	42,8	-19,2	-8,9	-24,1	-18,5	-6,8	-26,6	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 7 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonne 8-15 nella tavola 3 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream (colonna 1 nella tavola 3 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 12 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonne 2-7 nella tavola 3 della sezione 5.1).

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) Prezzi degli *input* delle costruzioni residenziali.

3) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).

4) Nel 2005.

5) I dati trimestrali per il secondo (quarto) trimestre si riferiscono a medie semestrali per la prima (seconda) metà dell'anno rispettivamente. Alcuni dati nazionali sono disponibili solo a frequenza annuale, pertanto la stima del dato semestrale – essendo parzialmente derivata da quello annuale – risulta meno accurata di quest'ultimo.

6) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).

7) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-06.

8) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati sulla base della domanda interna (prodotto interno al lordo delle importazioni e al netto delle esportazioni) dell'area dell'euro nel periodo 2004-06. Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).

9) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

**5.1 IAPC, altri prezzi e costi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

**4. Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro<sup>1)</sup>**

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manfatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto<sup>2)</sup></b>								
2005	109,0	1,2	8,7	-1,1	2,9	1,3	2,1	2,0
2006	110,0	0,9	2,9	-0,6	3,6	0,0	2,4	2,1
2007	111,8	1,6	0,9	-0,4	3,9	1,1	2,7	2,2
2008	115,4	3,3	0,0	3,6	1,9	3,3	3,1	3,3
2007 4° trim.	113,0	2,5	0,6	0,2	4,0	2,3	3,4	2,9
2008 1° trim.	113,4	2,4	0,7	1,0	1,9	1,8	3,8	3,0
2° trim.	114,7	2,8	-0,8	1,4	1,9	2,6	2,8	4,5
3° trim.	115,7	3,5	-0,1	4,0	2,6	4,4	3,4	2,8
4° trim.	118,3	4,8	0,1	9,7	2,1	5,2	2,7	3,3
<b>Redditi per occupato</b>								
2005	112,3	2,0	2,4	1,8	2,0	2,1	2,4	1,9
2006	114,8	2,2	3,4	3,5	3,5	1,4	2,3	1,5
2007	117,7	2,5	2,7	2,9	2,9	2,2	2,4	2,4
2008	121,4	3,2	3,2	3,1	3,8	3,0	2,4	3,5
2007 4° trim.	119,2	3,0	2,6	3,2	3,1	2,3	2,8	3,3
2008 1° trim.	120,1	3,1	3,2	3,4	3,2	2,5	2,5	3,4
2° trim.	121,1	3,2	2,9	2,7	4,0	2,5	2,2	4,3
3° trim.	121,8	3,4	3,7	3,1	4,5	4,1	2,7	3,2
4° trim.	122,8	3,0	2,8	3,2	3,8	3,0	2,2	3,3
<b>Produttività del lavoro<sup>3)</sup></b>								
2005	103,1	0,8	-5,8	2,9	-0,8	0,8	0,3	-0,1
2006	104,4	1,3	0,5	4,2	-0,2	1,4	-0,1	-0,5
2007	105,3	0,9	1,8	3,2	-0,9	1,0	-0,3	0,2
2008	105,2	-0,1	3,1	-0,5	1,9	-0,3	-0,7	0,2
2007 4° trim.	105,5	0,4	2,0	3,0	-1,0	0,0	-0,6	0,4
2008 1° trim.	105,9	0,6	2,5	2,4	1,3	0,7	-1,3	0,4
2° trim.	105,5	0,4	3,7	1,3	2,1	-0,1	-0,6	-0,1
3° trim.	105,3	-0,1	3,8	-0,8	1,9	-0,3	-0,7	0,5
4° trim.	103,8	-1,7	2,8	-6,0	1,6	-2,1	-0,5	0,0

**5. Costo orario del lavoro<sup>1), 4)</sup>**

	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>5)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manfatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale <sup>6)</sup>	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	116,5	2,4	2,5	2,2	2,4	2,1	2,5	2,1
2006	119,4	2,5	2,6	2,1	3,4	1,6	2,1	2,3
2007	122,5	2,7	2,8	2,3	2,6	3,1	2,6	2,1
2008	126,8	3,5	3,6	3,4	4,1	4,6	3,1	3,2
2008 1° trim.	124,8	3,5	3,7	3,1	4,3	4,2	3,0	2,8
2° trim.	125,9	2,6	2,7	2,4	2,7	4,0	2,4	2,9
3° trim.	127,4	4,2	4,2	4,3	3,8	5,0	4,3	3,4
4° trim.	128,9	3,8	3,9	3,6	5,4	5,1	2,6	3,6
2009 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	3,2

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (tavola 4 della sezione 5.1 e colonna 7 nella tavola 5 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 5 della sezione 5.1).

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (in volume) per occupato.

3) Valore aggiunto (in volume) per occupato.

4) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.

5) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).

6) Nel 2000.

## 5.2 Produzione e domanda

### 1. PIL e componenti della domanda<sup>1)</sup>

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale <sup>2)</sup>			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>3)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>2)</sup>	Importazioni <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2005	8.144,1	8.022,7	4.667,9	1.664,9	1.684,5	5,4	121,3	3.113,8	2.992,5
2006	8.557,8	8.456,4	4.872,3	1.732,2	1.834,4	17,5	101,4	3.471,8	3.370,4
2007	8.998,6	8.859,4	5.063,0	1.799,5	1.972,3	24,6	139,2	3.740,7	3.601,6
2008	9.266,2	9.174,2	5.232,3	1.885,8	2.016,3	39,8	92,0	3.871,9	3.779,9
2008 1° trim.	2.312,1	2.279,5	1.298,5	461,4	511,9	7,7	32,5	982,8	950,3
2° trim.	2.324,7	2.291,5	1.307,8	472,8	509,9	1,0	33,3	988,0	954,8
3° trim.	2.328,3	2.313,6	1.319,0	473,4	509,0	12,2	14,7	994,2	979,5
4° trim.	2.301,1	2.289,5	1.307,0	478,1	485,6	18,8	11,6	906,9	895,3
2009 1° trim.	2.239,1	2.236,6	1.291,0	482,7	461,2	1,7	2,5	808,0	805,4
<i>in percentuale del PIL</i>									
2008	100,0	99,0	56,5	20,4	21,8	0,4	1,0	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati <sup>4)</sup>)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2008 1° trim.	0,7	0,5	0,1	0,4	1,1	-	-	1,6	1,2
2° trim.	-0,3	-0,5	-0,3	0,8	-1,3	-	-	-0,3	-0,8
3° trim.	-0,3	0,3	0,1	0,5	-1,0	-	-	-0,6	1,1
4° trim.	-1,8	-0,8	-0,4	0,4	-4,3	-	-	-7,2	-5,1
2009 1° trim.	-2,5	-2,1	-0,5	0,0	-4,2	-	-	-8,1	-7,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2005	1,7	1,9	1,8	1,5	3,3	-	-	5,0	5,7
2006	2,9	2,8	2,0	1,9	5,5	-	-	8,3	8,2
2007	2,7	2,5	1,6	2,2	4,8	-	-	5,9	5,3
2008	0,7	0,7	0,4	1,9	0,0	-	-	1,0	1,0
2008 1° trim.	2,2	1,6	1,4	1,5	3,1	-	-	5,1	3,9
2° trim.	1,5	0,9	0,5	2,0	1,6	-	-	3,8	2,4
3° trim.	0,5	0,5	0,1	2,0	-0,3	-	-	1,4	1,4
4° trim.	-1,7	-0,4	-0,6	2,1	-5,5	-	-	-6,5	-3,7
2009 1° trim.	-4,8	-3,1	-1,1	1,7	-10,4	-	-	-15,5	-11,7
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2008 1° trim.	0,7	0,5	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	-	-
2° trim.	-0,3	-0,5	-0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,2	-	-
3° trim.	-0,3	0,3	0,0	0,1	-0,2	0,4	-0,7	-	-
4° trim.	-1,8	-0,8	-0,2	0,1	-0,9	0,3	-1,0	-	-
2009 1° trim.	-2,5	-2,1	-0,3	0,0	-0,9	-1,0	-0,4	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2005	1,7	1,9	1,0	0,3	0,7	-0,2	-0,1	-	-
2006	2,9	2,8	1,2	0,4	1,1	0,1	0,2	-	-
2007	2,7	2,4	0,9	0,5	1,0	0,0	0,3	-	-
2008	0,7	0,7	0,2	0,4	0,0	0,1	0,0	-	-
2008 1° trim.	2,2	1,6	0,8	0,3	0,7	-0,2	0,6	-	-
2° trim.	1,5	0,9	0,3	0,4	0,4	-0,2	0,6	-	-
3° trim.	0,5	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
4° trim.	-1,7	-0,4	-0,3	0,4	-1,2	0,7	-1,3	-	-
2009 1° trim.	-4,8	-3,0	-0,6	0,3	-2,3	-0,4	-1,8	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) I dati si riferiscono agli Euro 16.
- 2) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nelle tavole 7.1.2 e 7.3.1.
- 3) Includono le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 4) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

**5.2 Produzione e domanda**
**2. Valore aggiunto per branca di attività economica<sup>1)</sup>**

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2005	7.299,2	144,0	1.482,3	441,7	1.540,5	2.021,2	1.669,4	844,9
2006	7.643,9	142,1	1.557,3	476,8	1.602,7	2.138,0	1.727,1	913,9
2007	8.040,4	151,9	1.643,5	514,7	1.673,0	2.261,7	1.795,6	958,1
2008	8.311,5	147,9	1.672,4	536,9	1.727,8	2.357,2	1.869,4	954,7
2008 1° trim.	2.070,2	38,6	423,7	135,0	431,4	583,0	458,5	241,9
2° trim.	2.085,0	37,3	425,6	134,7	431,0	589,1	467,4	239,7
3° trim.	2.088,6	36,7	422,3	135,0	434,5	592,5	467,6	239,7
4° trim.	2.067,6	35,4	400,8	132,1	430,9	592,6	475,9	233,4
2009 1° trim.	2.012,6	36,1	359,3	132,1	420,5	586,7	478,0	226,6
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2008	100,0	1,8	20,0	6,5	20,7	28,5	22,4	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati<sup>2)</sup>)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2008 1° trim.	0,6	1,4	0,4	1,8	0,8	0,6	0,2	1,4
2° trim.	-0,1	-0,2	-0,6	-2,1	-0,5	0,5	0,4	-1,3
3° trim.	-0,3	-0,4	-1,4	-1,7	-0,2	-0,1	0,5	-0,4
4° trim.	-1,7	0,9	-5,7	-1,7	-1,8	-0,6	0,2	-2,0
2009 1° trim.	-2,5	-0,3	-8,8	-0,5	-2,6	-0,9	0,0	-2,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2005	1,7	-6,5	1,8	1,8	1,5	2,8	1,3	1,8
2006	2,9	-1,5	3,9	2,6	3,1	3,7	1,3	3,3
2007	3,0	0,5	3,6	3,1	3,0	3,7	1,6	0,7
2008	0,9	1,7	-0,7	-0,5	1,0	1,8	1,4	-0,7
2008 1° trim.	2,4	1,2	2,7	1,7	3,1	2,7	1,3	0,3
2° trim.	1,6	1,7	1,4	0,3	1,6	2,4	1,2	0,1
3° trim.	0,7	2,3	-1,0	-1,2	0,7	1,6	1,5	-1,0
4° trim.	-1,6	1,8	-7,2	-3,7	-1,7	0,4	1,4	-2,3
2009 1° trim.	-4,7	0,1	-15,7	-5,8	-5,0	-1,0	1,2	-6,0
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2008 1° trim.	0,6	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2° trim.	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-
3° trim.	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
4° trim.	-1,7	0,0	-1,1	-0,1	-0,4	-0,2	0,1	-
2009 1° trim.	-2,5	0,0	-1,7	0,0	-0,5	-0,2	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2005	1,7	-0,1	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,9	0,0	0,8	0,2	0,7	1,0	0,3	-
2007	3,0	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,5	0,3	-
2008 1° trim.	2,4	0,0	0,6	0,1	0,6	0,8	0,3	-
2° trim.	1,6	0,0	0,3	0,0	0,3	0,7	0,3	-
3° trim.	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,4	0,3	-
4° trim.	-1,6	0,0	-1,5	-0,2	-0,3	0,1	0,3	-
2009 1° trim.	-4,7	0,0	-3,2	-0,4	-1,0	-0,3	0,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero delle giornate lavorative.

## 5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 3. Produzione industriale<sup>1)</sup>

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni	
	in perc. del totale <sup>2)</sup>	Totale (indice dest. 2005 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici									Beni energetici
				Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo					
								Totale	Durevoli	Non durevoli			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2006	4,1	104,3	4,3	4,7	4,7	4,9	5,9	3,7	4,8	3,5	0,6	3,6	
2007	3,4	108,3	3,8	4,2	4,3	3,8	6,7	3,2	1,4	3,4	-0,9	1,8	
2008	-2,3	106,3	-1,7	-1,9	-1,9	-3,3	-0,4	-2,2	-5,4	-1,6	0,2	-4,4	
2008 2° trim.	0,0	109,0	1,1	1,0	1,0	0,3	3,4	-1,6	-2,0	-1,5	2,2	-3,9	
3° trim.	-2,2	105,9	-1,5	-1,5	-1,6	-1,9	-0,7	-2,9	-7,0	-2,2	-0,4	-5,1	
4° trim.	-8,8	99,1	-9,0	-9,3	-9,5	-13,5	-8,7	-4,6	-11,4	-3,5	-4,4	-8,2	
2009 1° trim.	-16,7	91,5	-18,4	-20,3	-20,6	-25,0	-23,7	-8,0	-20,6	-5,9	-3,8	-9,8	
2008 ott.	-5,9	102,0	-5,9	-6,0	-6,0	-7,8	-5,7	-4,0	-8,4	-3,3	-2,6	-6,0	
nov.	-8,5	99,1	-9,1	-9,3	-9,5	-12,8	-8,9	-5,6	-12,1	-4,4	-5,4	-6,4	
dic.	-12,4	96,2	-12,3	-13,2	-13,5	-21,5	-11,7	-4,3	-14,2	-2,9	-4,9	-12,8	
2009 gen.	-15,0	93,6	-16,4	-18,7	-19,1	-23,2	-22,5	-6,4	-17,9	-4,6	0,0	-10,1	
feb.	-17,5	91,2	-19,1	-21,0	-21,5	-25,4	-25,0	-8,6	-21,8	-6,5	-3,7	-11,8	
mar.	-17,4	89,7	-19,6	-21,0	-21,0	-26,2	-23,4	-8,8	-22,0	-6,5	-8,0	-7,6	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2008 ott.	-1,6	-	-2,2	-2,3	-2,2	-3,1	-2,8	-0,4	-1,5	-0,3	-1,1	0,1	
nov.	-2,6	-	-2,8	-3,0	-3,2	-4,3	-3,2	-1,0	-4,1	-0,5	-2,7	-1,3	
dic.	-3,2	-	-3,0	-3,4	-3,5	-6,6	-2,9	-0,4	-2,8	-0,1	0,6	-2,8	
2009 gen.	-1,6	-	-2,7	-3,5	-3,6	-1,8	-7,2	-0,9	-2,2	-0,6	0,4	1,4	
feb.	-2,2	-	-2,5	-2,4	-2,6	-2,5	-3,0	-1,7	-3,5	-1,5	-2,1	-1,3	
mar.	-1,2	-	-1,6	-1,7	-1,2	-2,3	-0,5	-0,8	-1,6	-0,6	-1,8	0,5	

### 4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture<sup>1)</sup>

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio escluso carburante per autoveicoli								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>3)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti							Migliaia (dest.) <sup>4)</sup>	Totale
	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Totale (indice 2005 = 100)	Totale		Totale	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
					Tessili, vestiario, calzature					Elettrodomestici				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2006	110,8	10,5	108,3	8,0	3,4	102,4	2,5	1,1	3,6	3,1	5,4	978	3,3	
2007	120,2	8,7	115,1	6,5	2,8	104,1	1,6	0,0	2,7	3,5	2,4	970	-0,9	
2008	113,3	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,2	-0,8	-1,7	-0,3	-1,6	-1,6	893	-8,0	
2008 2° trim.	120,0	-0,1	120,6	6,6	2,6	103,5	-0,6	-1,6	0,1	-1,6	-1,0	903	-4,8	
3° trim.	116,0	-1,4	118,6	4,3	2,1	103,0	-1,1	-1,8	-0,6	-0,9	-2,6	893	-8,8	
4° trim.	94,5	-22,3	107,3	-7,5	-0,3	102,3	-1,7	-2,2	-1,4	-2,9	-2,4	826	-18,5	
2009 1° trim.	83,5	-31,8	95,0	-21,6	-2,7	101,6	-2,9	-4,1	-2,1	-0,1	-6,3	822	-12,6	
2008 nov.	94,6	-27,3	108,4	-12,0	-0,8	102,3	-2,0	-2,3	-1,7	-1,9	-2,4	815	-18,2	
dic.	85,5	-24,7	100,8	-7,9	-0,5	102,3	-1,3	-2,2	-0,6	-3,8	-1,1	822	-23,2	
2009 gen.	83,7	-34,5	96,0	-23,9	-1,3	101,9	-1,9	-2,4	-1,5	1,3	-5,6	775	-20,5	
feb.	83,7	-34,2	95,1	-24,8	-3,9	101,4	-4,1	-5,4	-3,2	-3,9	-6,7	843	-12,7	
mar.	83,1	-26,8	93,8	-16,1	-2,9	101,3	-2,8	-4,5	-1,6	1,4	-6,6	847	-5,9	
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	879	-3,6	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2008 dic.	-	-9,7	-	-7,1	-0,1	-	0,0	-0,3	0,0	-0,7	0,1	-	0,9	
2009 gen.	-	-2,1	-	-4,7	-0,4	-	-0,4	-0,6	-0,2	2,6	-1,7	-	-5,7	
feb.	-	0,0	-	-1,0	-0,6	-	-0,5	-0,7	-0,5	-2,3	-0,9	-	8,7	
mar.	-	-0,7	-	-1,3	0,0	-	-0,1	-0,1	0,1	1,1	-0,6	-	0,6	
apr.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	3,8	

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 12 e 13 nella tavola 4 della sezione 5.2 (elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) Nel 2005.

3) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituivano il 60,1 per cento dell'intero settore nel 2005.

4) I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili.

**5.2 Produzione e domanda**

(saldi percentuali<sup>1)</sup>, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

**5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese**

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>3)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale <sup>4)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005	98,2	-7	-16	11	6	81,1	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,8	2	0	6	13	83,1	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,9	4	5	5	13	84,1	-5	-2	-4	4	-8
2008	91,1	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	23	-14
2008 1° trim.	101,4	1	-1	7	10	83,8	-12	-7	-17	11	-12
2° trim.	97,5	-3	-6	9	7	83,3	-15	-10	-22	13	-14
3° trim.	89,9	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	22	-15
4° trim.	75,8	-25	-36	18	-22	78,1	-26	-11	-34	44	-15
2009 1° trim.	65,7	-36	-56	20	-31	72,6	-32	-11	-41	62	-14
2008 dic.	68,9	-33	-47	22	-30	-	-30	-11	-39	55	-14
2009 gen.	67,2	-33	-49	20	-31	74,7	-31	-11	-38	58	-15
feb.	65,3	-36	-57	20	-32	-	-33	-12	-41	62	-15
mar.	64,7	-38	-61	21	-32	-	-34	-11	-44	66	-13
apr.	67,2	-35	-60	20	-25	70,5	-31	-10	-38	66	-11
mag.	69,3	-34	-62	18	-21	-	-31	-9	-36	67	-13

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>4)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>4)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2008	-14	-20	-7	-7	-6	16	1	2	-5	4	7
2008 1° trim.	-7	-13	-1	0	3	16	12	10	4	12	15
2° trim.	-10	-17	-3	-3	-1	16	7	8	3	9	13
3° trim.	-14	-21	-7	-9	-9	17	-1	1	-7	3	6
4° trim.	-23	-31	-16	-15	-16	17	-13	-12	-20	-9	-6
2009 1° trim.	-31	-36	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
2008 dic.	-27	-35	-19	-20	-23	19	-18	-17	-27	-15	-10
2009 gen.	-30	-35	-26	-20	-21	20	-18	-22	-32	-19	-15
feb.	-32	-37	-26	-19	-21	17	-20	-24	-33	-19	-19
mar.	-32	-37	-26	-17	-20	9	-22	-25	-34	-23	-19
apr.	-34	-41	-26	-20	-26	11	-22	-24	-32	-22	-19
mag.	-34	-44	-23	-15	-19	8	-17	-23	-29	-25	-14

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2008.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

## 5.3 Mercato del lavoro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	85,2	14,8	3,9	17,0	7,5	25,6	16,0	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	141,863	1,0	1,1	0,4	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5
2006	144,179	1,6	1,8	0,7	-1,9	-0,3	2,7	1,7	3,8	1,8
2007	146,830	1,8	2,0	0,9	-1,3	0,3	4,1	1,9	4,0	1,4
2008	148,005	0,8	1,0	-0,3	-1,4	-0,3	-2,4	1,3	2,5	1,2
2007 4° trim.	147,598	1,7	1,9	0,5	-1,6	0,1	2,4	2,3	3,9	1,4
2008 1° trim.	148,118	1,5	1,6	0,7	-1,2	0,3	0,4	2,4	4,0	0,8
2° trim.	148,237	1,1	1,3	-0,1	-2,0	0,1	-1,6	1,6	3,0	1,4
3° trim.	148,065	0,6	0,9	-0,9	-1,5	-0,1	-2,9	1,0	2,3	1,0
4° trim.	147,598	0,0	0,1	-0,6	-1,0	-1,3	-5,4	0,4	0,9	1,5
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2007 4° trim.	0,386	0,3	0,4	-0,7	-0,3	0,1	0,0	0,2	0,8	0,3
2008 1° trim.	0,520	0,4	0,3	0,5	0,6	0,2	0,1	0,5	1,1	-0,1
2° trim.	0,119	0,1	0,2	-0,3	-1,3	-0,2	-1,6	0,2	0,3	0,6
3° trim.	-0,171	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,4	-1,5	0,1	0,1	0,1
4° trim.	-0,467	-0,3	-0,3	-0,6	0,2	-1,0	-2,3	-0,4	-0,5	0,7

### 2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0		77,9		22,1		50,5		49,5	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,718	9,0	10,674	7,9	3,044	17,5	6,925	8,1	6,793	10,0
2006	12,875	8,3	10,053	7,3	2,822	16,4	6,396	7,5	6,479	9,4
2007	11,651	7,5	9,114	6,6	2,537	14,9	5,734	6,7	5,918	8,5
2008	11,896	7,6	9,284	6,6	2,612	15,4	6,008	6,9	5,888	8,3
2008 1° trim.	11,388	7,2	8,893	6,4	2,495	14,6	5,614	6,5	5,773	8,2
2° trim.	11,602	7,4	9,056	6,5	2,546	14,9	5,790	6,7	5,812	8,2
3° trim.	11,935	7,6	9,316	6,6	2,619	15,5	6,067	7,0	5,868	8,3
4° trim.	12,659	8,0	9,872	7,0	2,787	16,4	6,560	7,6	6,099	8,6
2009 1° trim.	13,767	8,7	10,772	7,6	2,995	17,6	7,307	8,4	6,460	9,0
2008 nov.	12,646	8,0	9,860	7,0	2,786	16,4	6,552	7,5	6,094	8,6
dic.	12,945	8,2	10,103	7,2	2,841	16,7	6,750	7,8	6,195	8,7
2009 gen.	13,360	8,4	10,453	7,4	2,907	17,1	7,039	8,1	6,321	8,9
feb.	13,757	8,7	10,762	7,6	2,995	17,6	7,306	8,4	6,451	9,0
mar.	14,183	8,9	11,100	7,8	3,083	18,1	7,576	8,7	6,607	9,2
apr.	14,579	9,2	11,430	8,0	3,149	18,5	7,836	8,9	6,743	9,4

Fonte: Eurostat.

1) I dati si riferiscono agli Euro 16. I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

2) Nel 2008.

3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.

4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.

## FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo <sup>1)</sup>  
(in percentuale del PIL)

## 1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali			Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale	
		Famiglie	Imprese	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	46,5	46,2	12,6	9,6	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,7	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,1	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	44,8	44,3	11,5	8,8	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,4	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,5	45,2	12,4	9,1	3,1	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,7
2008	44,8	44,6	12,2	9,3	2,7	13,3	0,3	15,3	8,1	4,4	2,1	0,2	0,3	41,0

## 2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie <sup>3)</sup>		
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale		A carico delle istituzioni dell'UE	
														1
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,3	43,4	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,1
2008	46,7	42,9	10,1	5,1	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,8

## 3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici <sup>4)</sup>							Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	
2000	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,5	3,8	19,8	10,4	4,8	4,9	1,9	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,3	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-1,9	-2,0	-0,2	-0,1	0,4	1,1	20,4	10,1	5,1	5,2	1,9	2,1	8,1	12,3

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	-2,7	-3,3	1,7	-5,1	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	0,0	-2,9	-0,3	-1,6	-6,1	-1,4	-2,8	2,8
2006	0,3	-1,5	3,0	-2,8	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,4	-2,6	0,6	-1,6	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	-0,2	0,2	-3,6	2,2	-2,7	-1,5	3,4	3,6	-2,2	0,3	-0,5	-2,6	0,5	-1,9	5,2
2008	-1,2	-0,1	-7,1	-5,0	-3,8	-3,4	-2,7	0,9	2,6	-4,7	1,0	-0,4	-2,6	-0,9	-2,2	4,2

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

- 1) Dati relativi agli Euro 16. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.
- 3) Spese totali meno spese per interessi.
- 4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- 5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

## 6.2 Debito <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				Altri creditori <sup>3)</sup>
		Bancnote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>			Altri settori	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	71,9	2,9	14,4	4,3	50,3	48,7	25,4	13,7	9,6	23,2
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,1	22,1	12,4	9,7	25,1
2001	68,1	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,3	26,2
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	40,1	19,4	10,6	10,0	27,9
2003	69,0	2,1	12,4	5,0	49,6	39,4	19,6	11,1	8,7	29,7
2004	69,4	2,2	11,9	5,0	50,4	37,6	18,4	10,8	8,4	31,8
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,1	35,5	17,1	11,2	7,2	34,5
2006	68,2	2,4	11,4	4,1	50,3	33,8	17,3	9,4	7,1	34,4
2007	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8	32,1	16,6	8,6	6,9	33,9
2008	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5	32,2	16,9	8,1	7,1	37,1

### 2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da <sup>4)</sup>				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri <sup>5)</sup>	Altre valute
1999	71,9	60,4	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	7,0	13,5	27,8	30,6	69,9	2,0
2000	69,2	58,1	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,3	13,4	27,8	28,0	67,4	1,8
2001	68,1	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,6	1,5
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,6	1,3
2003	69,0	56,9	6,5	5,0	0,6	7,8	61,2	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,4	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,0	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,1	4,6	14,8	25,5	29,6	69,0	1,0
2006	68,2	55,8	6,5	5,4	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,6	0,6
2007	66,0	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,5	4,3	14,1	22,5	29,3	65,6	0,4
2008	69,3	57,2	6,6	5,2	0,4	10,2	59,2	4,4	17,5	22,1	29,7	68,8	0,5

### 3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	92,2	67,8	27,5	98,8	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	69,8	51,8	63,7	63,6	27,0	34,2	41,4
2006	87,9	67,6	24,9	95,9	39,6	63,7	106,5	64,6	6,7	63,7	47,4	62,0	64,7	26,7	30,4	39,2
2007	84,0	65,1	25,0	94,8	36,2	63,8	103,5	59,4	6,9	62,1	45,6	59,4	63,5	23,4	29,4	35,1
2008	89,6	65,9	43,2	97,6	39,5	68,0	105,8	49,1	14,7	64,1	58,2	62,5	66,4	22,8	27,6	33,4

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

- 1) Dati relativi agli Euro 16. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 5) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

**6.3 Variazione del debito <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore**

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>7)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Effetto di aggregazione <sup>5)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>6)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2000	1,0	1,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,4	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,8	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,3	0,5	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,1
2002	2,1	2,6	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	-2,1	0,5	0,7	0,8	2,6
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,4	0,1	3,3
2005	3,0	3,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	1,0	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,1	0,1	-0,4	1,2
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	2,6	2,2	1,1	0,8	-0,2	4,2

**2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito**

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>8)</sup>	Raccordo disavanzo-debito <sup>9)</sup>												Altro <sup>10)</sup>
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche								Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>11)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	1,0	-0,1	1,0	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0
2001	1,8	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,5
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2005	3,0	-2,5	0,5	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,7	0,4	0,5	0,2	0,0	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-1,9	3,4	3,1	0,8	0,9	0,7	0,8	0,0	0,7	0,1	0,0	0,0	0,1

Fonte: BCE.

- 1) Dati relativi agli Euro 16 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Le differenze tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi sono dovute alle variazioni dei tassi di cambio utilizzati per l'aggregazione prima del 2001.
- 6) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 8) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 9) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 10) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 11) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

## 6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 4° trim.	49,0	48,4	13,4	14,0	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	43,9
2003 1° trim.	42,0	41,5	9,8	12,9	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
2° trim.	45,8	44,3	11,9	12,7	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,4
3° trim.	42,7	42,2	10,8	12,6	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
4° trim.	49,2	48,2	13,1	14,1	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 1° trim.	41,4	40,9	9,6	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,1
2° trim.	44,8	44,0	12,0	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,8
3° trim.	42,7	42,2	10,6	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
4° trim.	49,0	48,0	13,0	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,8
2005 1° trim.	42,0	41,4	9,9	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
2° trim.	44,4	43,8	11,7	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,2
3° trim.	43,3	42,6	11,0	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
4° trim.	49,1	48,3	13,4	14,2	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	43,9
2006 1° trim.	42,4	41,9	10,2	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	38,9
2° trim.	45,5	45,0	12,3	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,2
3° trim.	43,8	43,2	11,5	13,0	15,2	2,0	0,8	0,5	0,3	39,9
4° trim.	49,4	48,8	14,1	14,3	15,9	2,9	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 1° trim.	42,1	41,8	10,3	13,5	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
2° trim.	45,7	45,3	12,8	13,4	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,5
3° trim.	43,7	43,2	12,0	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
4° trim.	49,8	49,2	14,5	14,2	15,8	3,0	0,9	0,5	0,3	44,7
2008 1° trim.	42,0	41,6	10,6	12,9	14,8	1,7	0,9	0,3	0,2	38,5
2° trim.	44,9	44,6	12,8	12,8	15,0	1,8	1,5	0,4	0,3	40,8
3° trim.	43,1	42,7	11,8	12,5	15,0	1,9	0,8	0,3	0,3	39,5
4° trim.	48,8	48,3	13,6	13,6	16,2	3,0	1,1	0,5	0,3	43,7

### 2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

	Totale	Spese correnti						Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002 4° trim.	50,8	46,3	11,0	5,7	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,7	-1,8	1,5
2003 1° trim.	46,8	43,3	10,3	4,5	3,5	24,9	21,4	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,3
2° trim.	47,1	43,5	10,4	4,7	3,4	25,1	21,6	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,3	2,1
3° trim.	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,4	-1,1
4° trim.	51,1	46,3	11,1	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 1° trim.	46,4	43,0	10,3	4,6	3,2	24,9	21,3	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
2° trim.	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,7	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,5
3° trim.	46,0	42,6	9,9	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,3	-0,2
4° trim.	50,9	45,7	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 1° trim.	46,8	43,1	10,2	4,6	3,1	25,1	21,3	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
2° trim.	46,1	42,7	10,2	4,9	3,2	24,4	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
3° trim.	45,7	42,3	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,4	0,5
4° trim.	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,1	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,4	1,3
2006 1° trim.	45,2	42,1	10,0	4,5	2,9	24,6	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,1
2° trim.	45,4	42,2	10,2	4,9	3,1	24,0	21,0	1,1	3,2	2,3	1,0	0,1	3,1
3° trim.	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,6	1,4
4° trim.	50,3	45,0	10,7	5,8	2,7	25,9	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-0,9	1,8
2007 1° trim.	44,2	41,1	9,8	4,5	2,9	23,9	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
2° trim.	44,6	41,4	9,9	4,8	3,2	23,5	20,5	1,1	3,2	2,3	0,9	1,2	4,3
3° trim.	45,0	41,2	9,5	4,7	3,0	24,0	20,7	1,2	3,7	2,5	1,2	-1,3	1,7
4° trim.	50,3	45,1	10,6	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,3	1,8	-0,5	2,3
2008 1° trim.	44,4	41,3	9,7	4,6	2,9	24,0	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,4
2° trim.	45,0	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,5	1,1	3,3	2,3	1,0	-0,1	3,1
3° trim.	45,3	41,9	9,6	4,8	3,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,3	0,8
4° trim.	51,6	46,5	11,0	6,0	2,8	26,8	22,9	1,4	5,1	3,3	1,8	-2,8	0,0

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) Dati relativi agli Euro 16. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

**6.5 Debito e variazione del debito trimestrali <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario <sup>2)</sup>**

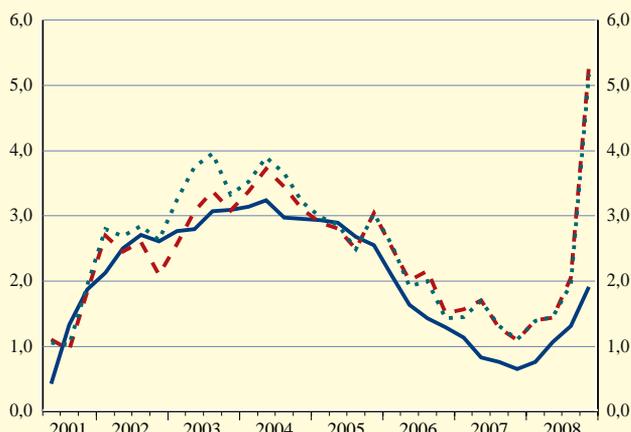
	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2006 1° trim.	70,3	2,5	11,7	4,9	51,2
2° trim.	70,3	2,5	11,6	4,8	51,4
3° trim.	69,8	2,5	11,6	4,7	51,0
4° trim.	68,2	2,4	11,4	4,1	50,3
2007 1° trim.	68,5	2,4	11,4	4,8	49,9
2° trim.	68,6	2,2	11,1	5,1	50,3
3° trim.	67,7	2,1	11,0	5,1	49,4
4° trim.	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8
2008 1° trim.	66,8	2,1	11,0	5,0	48,8
2° trim.	67,1	2,1	11,0	4,9	49,1
3° trim.	67,1	2,1	10,8	5,5	48,6
4° trim.	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5

**2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito**

	Variazione del debito	Disavanzo (-) avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito							Per memoria: fabbisogno	
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli				Azioni e altri titoli di capitale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006 1° trim.	4,9	-2,9	2,0	1,3	1,1	0,1	0,6	-0,4	-0,4	1,1	5,2
2° trim.	3,2	0,1	3,3	3,3	2,6	0,1	0,4	0,1	0,6	-0,6	2,6
3° trim.	1,2	-1,6	-0,3	-0,9	-0,7	-0,2	0,2	-0,2	0,3	0,3	1,0
4° trim.	-2,9	-0,9	-3,8	-2,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,3	-2,8
2007 1° trim.	4,9	-2,1	2,8	1,9	1,0	0,0	0,7	0,2	-0,2	1,1	5,1
2° trim.	3,7	1,2	4,9	4,9	4,0	0,0	0,6	0,3	0,2	-0,2	3,5
3° trim.	-0,5	-1,3	-1,7	-1,7	-2,1	0,1	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,5
4° trim.	-3,5	-0,5	-3,9	-2,9	-2,0	-0,1	-0,6	-0,3	-0,1	-0,9	-3,4
2008 1° trim.	6,0	-2,5	3,5	3,2	2,1	-0,1	0,9	0,4	-0,1	0,4	6,1
2° trim.	3,7	-0,1	3,7	3,6	2,0	0,2	1,1	0,2	0,1	0,0	3,7
3° trim.	2,1	-2,3	-0,2	-0,9	-1,6	-0,1	0,1	0,7	0,5	0,2	1,6
4° trim.	9,3	-2,8	6,5	6,5	0,6	3,4	0,8	1,8	0,0	-0,1	9,3

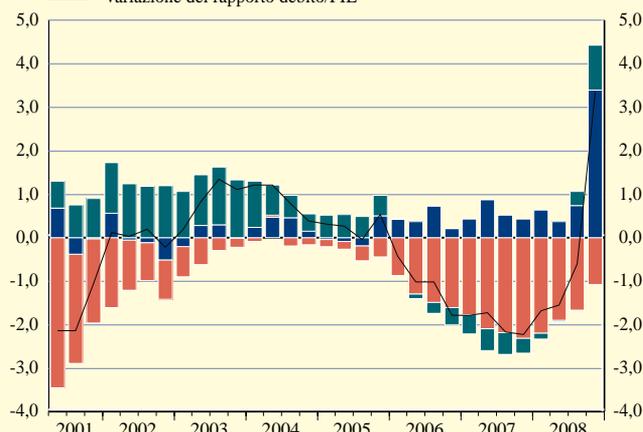
**F29 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito**  
(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

— disavanzo  
- - - variazione del debito  
... fabbisogno



**F30 Debito (definizione di Maastricht)**  
(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)

■ raccordo disavanzo-debito  
■ disavanzo/avanzo primario  
■ differenziale crescita del PIL/onere medio del debito  
— variazione del rapporto debito/PIL



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) Dati relativi agli Euro 16.

2) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.

# 7

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

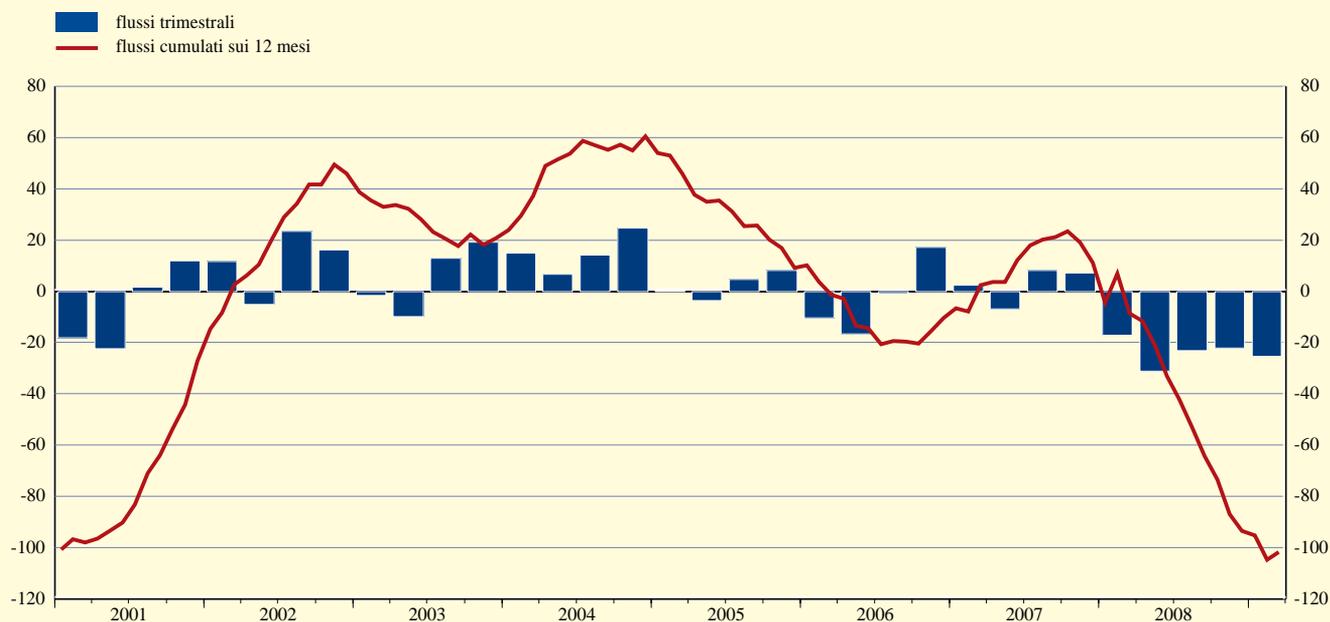
### 7.1 Bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario					Errori e omissioni	
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2006	-10,5	12,3	43,3	13,6	-79,7	9,2	-1,2	141,4	-157,6	293,7	3,3	2,9	-0,9	-140,2
2007	11,1	46,4	49,2	1,4	-85,9	13,7	24,8	41,2	-92,5	159,7	-67,0	46,0	-5,1	-66,0
2008	-93,6	-6,1	41,7	-32,4	-96,8	12,4	-81,2	313,6	-251,3	439,2	-30,9	160,5	-3,9	-232,4
2008 1° trim.	-17,3	-2,5	10,0	3,4	-28,3	6,0	-11,2	35,5	-75,2	88,6	-22,8	50,0	-5,1	-24,3
2° trim.	-31,1	6,1	13,1	-32,0	-18,3	3,1	-28,0	79,7	-53,4	27,3	-8,9	114,8	0,0	-51,7
3° trim.	-23,1	-9,0	13,4	-3,0	-24,6	1,9	-21,2	61,7	-35,9	121,5	-8,4	-17,2	1,6	-40,4
4° trim.	-22,0	-0,7	5,2	-0,9	-25,7	1,3	-20,7	136,7	-86,7	201,8	9,2	12,8	-0,4	-116,0
2009 1° trim.	-25,4	-6,3	4,2	2,2	-25,6	3,1	-22,4	105,0	-52,4	144,6	10,5	-3,2	5,7	-82,6
2008 mar.	-6,3	1,4	3,3	1,4	-12,4	1,1	-5,2	8,0	-22,7	14,7	3,8	15,4	-3,2	-2,8
apr.	-7,5	5,1	2,9	-7,4	-8,1	0,7	-6,8	25,7	-23,0	-17,9	-3,1	73,0	-3,3	-18,9
mag.	-24,0	-1,6	4,1	-21,0	-5,6	1,9	-22,2	39,1	-5,4	1,4	-10,6	50,9	2,7	-16,9
giu.	0,4	2,6	6,1	-3,6	-4,7	0,6	0,9	14,9	-25,1	43,8	4,8	-9,0	0,5	-15,9
lug.	-4,1	0,4	4,3	-0,6	-8,2	0,9	-3,2	48,5	-1,6	29,1	-0,1	23,4	-2,3	-45,3
ago.	-11,5	-7,1	5,0	-1,1	-8,2	0,5	-10,9	0,4	-11,8	19,3	-8,3	-1,1	2,3	10,6
set.	-7,5	-2,3	4,1	-1,2	-8,2	0,5	-7,1	12,8	-22,5	73,1	0,1	-39,5	1,6	-5,7
ott.	-5,1	3,7	1,5	0,6	-10,9	0,0	-5,1	97,3	-10,9	135,3	17,7	-36,8	-8,0	-92,3
nov.	-13,7	-4,0	0,9	-1,5	-9,2	1,5	-12,2	19,6	-53,3	60,2	-5,7	18,8	-0,4	-7,4
dic.	-3,3	-0,4	2,8	-0,1	-5,6	-0,2	-3,4	19,7	-22,5	6,4	-2,9	30,8	7,9	-16,3
2009 gen.	-19,9	-10,1	1,6	-1,7	-9,7	0,7	-19,2	51,2	-15,9	-7,4	5,8	63,3	5,4	-32,0
feb.	-2,1	1,0	1,5	0,5	-5,1	0,9	-1,1	-3,4	-11,8	56,1	3,6	-52,5	1,1	4,5
mar.	-3,5	2,8	1,1	3,3	-10,8	1,5	-2,0	57,2	-24,7	95,8	1,1	-14,1	-0,9	-55,2
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>													
2009 mar.	-101,8	-9,9	35,9	-33,7	-94,2	9,5	-92,3	383,1	-228,5	495,2	2,4	107,2	6,9	-290,8

### F31 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



Fonte: BCE

1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle Note Generali.

## 7.2 Conto corrente e conto capitale

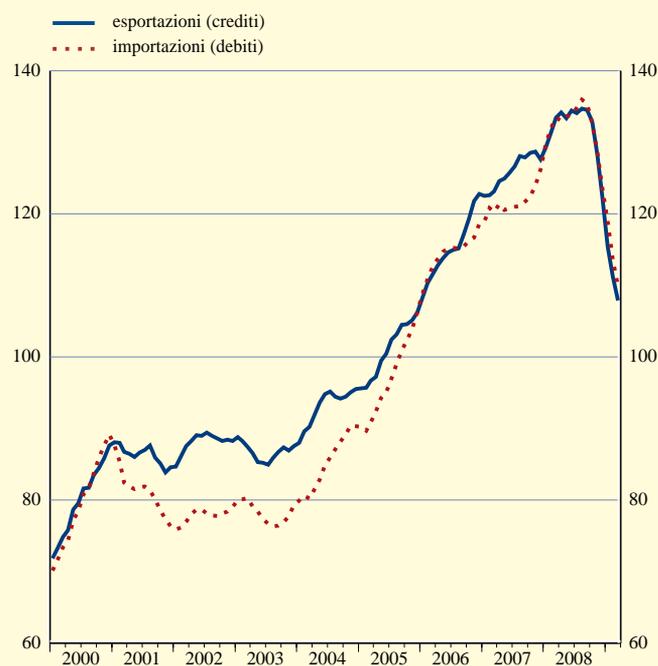
(miliardi di euro; transazioni)

### 1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente										Conto capitale				
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti					
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Credito		Debiti			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Rimesse dei lavoratori	11	12	Rimesse dei lavoratori	13	14
2006	2.423,8	2.434,3	-10,5	1.396,8	1.384,5	440,8	397,5	496,4	482,8	89,8	5,4	169,5	17,4	23,9	14,7
2007	2.686,1	2.675,0	11,1	1.513,7	1.467,3	490,3	441,1	592,3	591,0	89,8	6,4	175,7	20,5	25,9	12,2
2008	2.760,3	2.853,9	-93,6	1.579,3	1.585,4	504,0	462,3	588,8	621,2	88,2	6,6	185,0	21,1	25,7	13,3
2008 1° trim.	680,4	697,7	-17,3	390,3	392,7	116,9	106,9	147,1	143,7	26,1	1,6	54,3	5,1	8,9	2,9
2° trim.	709,2	740,4	-31,1	407,8	401,7	126,1	113,0	153,4	185,3	22,0	1,5	40,3	5,3	7,3	4,1
3° trim.	696,6	719,8	-23,1	403,1	412,1	136,2	122,8	143,8	146,7	13,5	1,8	38,1	5,4	4,8	2,9
4° trim.	674,0	696,1	-22,0	378,2	378,9	124,7	119,5	144,5	145,5	26,6	1,7	52,2	5,3	4,8	3,4
2009 1° trim.	570,3	595,8	-25,4	312,3	318,6	107,7	103,4	123,7	121,5	26,6	-	52,2	-	5,4	2,4
2009 gen.	181,5	201,4	-19,9	98,5	108,6	37,0	35,4	40,2	41,9	5,7	-	15,5	-	1,7	1,0
feb.	193,1	195,1	-2,1	102,9	101,9	34,4	32,9	39,8	39,3	16,0	-	21,1	-	1,5	0,6
mar.	195,8	199,3	-3,5	111,0	108,1	36,3	35,2	43,6	40,3	4,9	-	15,7	-	2,2	0,7
	Dati destagionalizzati														
2008 1° trim.	701,6	718,3	-16,7	400,4	400,5	128,1	113,1	151,2	157,5	21,8	-	47,2	-	-	-
2° trim.	702,1	718,9	-16,8	403,4	401,6	126,4	115,7	148,4	154,5	23,9	-	47,1	-	-	-
3° trim.	696,4	719,9	-23,5	403,5	406,4	125,8	116,5	147,8	154,9	19,3	-	42,1	-	-	-
4° trim.	653,4	688,7	-35,3	366,4	370,3	123,3	115,8	141,8	154,0	21,9	-	48,6	-	-	-
2009 1° trim.	592,5	619,1	-26,6	323,7	329,7	118,7	110,4	127,8	134,1	22,3	-	44,9	-	-	-
2008 ott.	227,8	234,7	-6,9	130,4	127,6	41,9	40,1	48,2	50,5	7,3	-	16,6	-	-	-
nov.	220,2	235,8	-15,6	120,9	124,9	42,0	40,1	50,2	55,1	7,1	-	15,7	-	-	-
dic.	205,4	218,2	-12,8	115,1	117,8	39,4	35,7	43,4	48,3	7,5	-	16,4	-	-	-
2009 gen.	203,4	215,7	-12,3	110,1	114,0	41,8	38,0	44,5	48,1	7,0	-	15,5	-	-	-
feb.	197,2	205,1	-7,8	108,3	108,7	38,7	36,1	42,1	45,7	8,1	-	14,6	-	-	-
mar.	191,9	198,4	-6,5	105,2	106,9	38,3	36,3	41,2	40,4	7,2	-	14,8	-	-	-

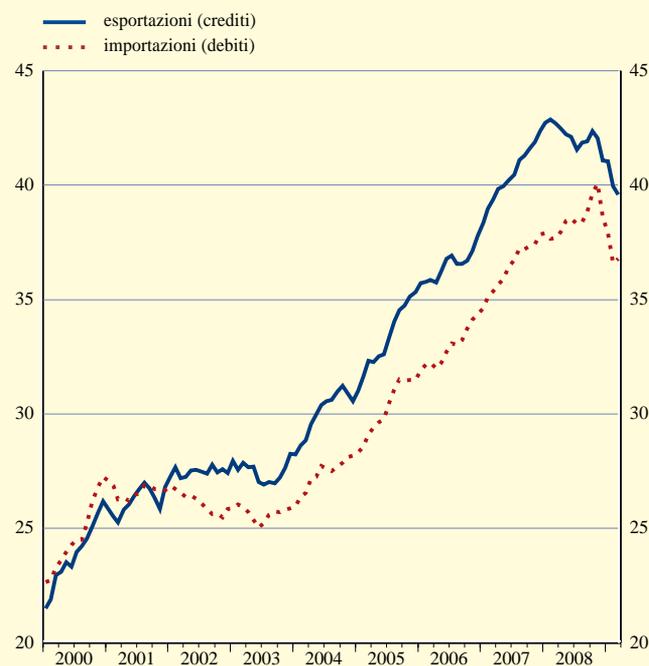
### F32 Conto dei beni

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



### F33 Conto dei servizi

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



Fonte: BCE.

## 7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

### 2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni			Su debito			Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
	Crediti	Utili reinvestiti			Debiti	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
			1	2											3	4
2006	17,4	9,8	478,9	472,9	182,7	41,4	111,5	36,6	20,6	20,2	39,2	99,1	103,6	91,5	132,9	150,6
2007	18,7	10,2	573,6	580,7	207,0	75,0	130,5	38,6	26,1	24,4	45,5	116,1	117,5	113,2	177,5	196,5
2008	19,1	10,4	569,7	610,8	192,3	65,8	126,6	43,3	30,0	25,7	42,8	124,4	123,0	129,3	181,6	204,8
2007 4° trim.	4,9	2,7	147,7	141,4	52,5	13,8	31,2	6,9	7,4	6,5	9,4	20,6	30,7	30,5	47,5	52,5
2008 1° trim.	4,9	2,0	142,2	141,7	50,1	22,2	31,7	15,9	6,8	6,2	9,7	21,0	30,3	31,4	45,3	51,4
2° trim.	4,7	2,6	148,7	182,7	52,0	13,3	34,7	4,6	7,5	6,9	14,4	58,5	30,4	31,4	44,4	51,2
3° trim.	4,6	3,1	139,2	143,6	45,8	18,1	31,9	15,5	7,1	6,1	10,2	23,8	32,0	31,1	44,0	50,7
4° trim.	4,9	2,7	139,7	142,7	44,4	12,2	28,4	7,3	8,6	6,5	8,5	21,0	30,3	35,3	47,9	51,6

### 3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 1° trim. 2008 al 4° trim. 2008	Totale	Unione europea 27 (paesi e istituzioni esterne all'area dell'euro)						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Crediti															
<b>Conto corrente</b>	2.760,3	999,7	60,5	85,8	518,6	277,7	57,1	41,1	35,9	85,2	31,1	57,2	103,4	185,8	404,8	815,9
Beni	1.579,3	542,5	36,4	54,3	233,6	218,1	0,0	22,5	18,6	65,5	23,5	33,8	79,1	91,8	192,6	509,4
Servizi	504,0	171,4	12,9	13,7	110,0	29,0	5,7	7,3	6,8	15,2	5,7	11,3	14,2	50,6	79,8	141,8
Redditi	588,8	222,7	10,4	16,2	162,1	27,4	6,7	11,0	9,8	4,3	1,8	11,8	9,8	36,9	125,4	155,4
Redditi da capitale	569,7	216,1	10,3	16,0	160,3	26,6	2,9	11,0	9,7	4,2	1,7	11,7	9,7	29,9	123,6	152,1
Trasferimenti correnti	88,2	63,2	0,8	1,5	13,0	3,2	44,6	0,2	0,8	0,3	0,1	0,4	0,4	6,5	7,1	9,3
<b>Conto capitale</b>	25,7	22,3	0,0	0,0	1,1	0,2	21,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,4	1,2
	Debiti															
<b>Conto corrente</b>	2.853,9	904,0	47,3	85,1	439,4	228,0	104,1	-	31,8	-	-	100,4	-	180,9	391,2	-
Beni	1.585,4	435,9	30,4	51,5	176,2	177,8	0,0	27,9	14,3	179,3	20,9	55,8	111,9	79,2	143,1	517,1
Servizi	462,3	141,2	8,2	11,7	87,6	33,4	0,2	5,3	6,8	11,2	4,6	8,3	9,4	39,9	95,4	140,2
Redditi	621,2	212,7	7,7	20,6	163,5	11,9	9,0	-	8,9	-	-	35,7	-	55,8	144,1	-
Redditi da capitale	610,8	206,6	7,6	20,5	162,0	7,5	9,0	-	8,8	-	-	35,6	-	55,3	143,1	-
Trasferimenti correnti	185,0	114,2	1,0	1,3	12,1	4,9	95,0	1,5	1,8	2,5	0,7	0,6	0,5	6,0	8,7	48,6
<b>Conto capitale</b>	13,3	2,3	0,0	0,1	1,2	0,2	0,8	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,3	7,6
	Saldo															
<b>Conto corrente</b>	-93,6	95,7	13,2	0,7	79,2	49,7	-47,1	-	4,1	-	-	-43,2	-	4,9	13,6	-
Beni	-6,1	106,6	6,0	2,9	57,3	40,4	0,0	-5,4	4,3	-113,8	2,6	-22,0	-32,8	12,6	49,5	-7,7
Servizi	41,7	30,1	4,7	2,0	22,4	-4,5	5,5	2,0	0,0	4,0	1,1	3,0	4,8	10,7	-15,6	1,6
Redditi	-32,4	10,1	2,7	-4,5	-1,4	15,5	-2,3	-	0,8	-	-	-24,0	-	-18,9	-18,7	-
Redditi da capitale	-41,1	9,5	2,7	-4,5	-1,8	19,2	-6,1	-	0,9	-	-	-23,9	-	-25,4	-19,5	-
Trasferimenti correnti	-96,8	-51,1	-0,2	0,3	0,9	-1,6	-50,3	-1,2	-1,1	-2,2	-0,6	-0,2	-0,1	0,6	-1,6	-39,3
<b>Conto capitale</b>	12,4	20,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	20,2	-0,1	-1,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,2	-6,3

Fonte: BCE.

**7.3 Conto finanziario**

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni e altre variazioni del periodo)

**1. Conto finanziario: principali voci**

	Totale <sup>1)</sup>			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)</b>														
2004	8.602,5	9.518,4	-915,9	109,5	121,2	-11,7	2.268,7	2.235,4	3.045,0	4.080,2	-37,4	3.045,2	3.202,9	281,0
2005	10.785,2	11.605,3	-820,2	132,3	142,4	-10,1	2.790,8	2.444,3	3.887,5	5.109,1	-21,4	3.805,8	4.052,0	322,5
2006	12.258,8	13.306,1	-1.047,3	143,3	155,6	-12,2	3.131,7	2.728,7	4.371,5	5.866,5	-20,8	4.448,7	4.711,0	327,7
2007	13.750,6	14.915,4	-1.164,9	152,9	165,8	-13,0	3.526,1	3.091,6	4.653,8	6.340,0	-10,2	5.233,5	5.483,9	347,4
2008 3° trim.	13.929,1	15.185,3	-1.256,3	150,5	164,1	-13,6	3.777,4	3.198,8	4.281,0	6.029,1	23,2	5.476,5	5.957,5	370,9
4° trim.	13.126,5	14.847,4	-1.720,9	141,6	160,1	-18,6	3.753,7	3.185,7	3.747,3	5.978,2	19,7	5.222,0	5.683,5	383,9
<b>Variazioni nelle consistenze</b>														
2004	740,8	888,6	-147,8	9,4	11,3	-1,9	99,2	151,2	389,4	494,0	-17,3	295,4	243,4	-25,7
2005	2.182,7	2.086,9	95,7	26,8	25,6	1,2	522,1	209,0	842,5	1.028,9	16,0	760,6	849,1	41,5
2006	1.473,6	1.700,8	-227,1	17,2	19,9	-2,7	340,9	284,3	484,0	757,4	0,6	642,9	659,0	5,2
2007	1.491,8	1.609,3	-117,5	16,6	17,9	-1,3	394,4	362,9	282,3	473,5	10,6	784,7	772,9	19,7
2008 3° trim.	229,7	288,3	-58,6	10,0	12,6	-2,6	112,7	45,7	-151,1	-20,8	27,9	223,2	263,4	17,0
4° trim.	-802,5	-337,9	-464,6	-34,0	-14,3	-19,7	-23,8	-13,0	-533,8	-50,9	-3,5	-254,5	-274,0	13,0
<b>Transazioni</b>														
2005	1.329,2	1.339,4	-10,2	16,3	16,4	-0,1	358,4	152,4	416,2	543,3	17,3	554,9	643,7	-17,7
2006	1.680,0	1.821,4	-141,4	19,6	21,3	-1,7	417,4	259,8	527,6	821,4	-3,3	737,4	740,3	0,9
2007	1.896,7	1.937,9	-41,2	21,1	21,5	-0,5	474,2	381,7	439,5	599,3	67,0	910,9	956,9	5,1
2008	395,2	708,8	-313,6	4,3	7,6	-3,4	351,0	99,7	-14,7	424,5	30,9	24,2	184,7	3,9
2008 3° trim.	135,6	197,3	-61,7	5,9	8,6	-2,7	88,7	52,8	-60,9	60,7	8,4	101,0	83,8	-1,6
4° trim.	-373,1	-236,4	-136,7	-15,8	-10,0	-5,8	50,5	-36,2	-155,3	46,5	-9,2	-259,6	-246,8	0,4
2009 1° trim.	-237,3	-132,3	-105,0	.	.	.	78,0	25,6	-58,9	85,6	-10,5	-240,3	-243,5	-5,7
2008 nov.	-49,9	-30,3	-19,6	.	.	.	33,3	-20,0	-2,1	58,1	5,7	-87,2	-68,4	0,4
dic.	-225,5	-205,8	-19,7	.	.	.	8,0	-14,5	-22,1	-15,7	2,9	-206,4	-175,6	-7,9
2009 gen.	-14,3	36,9	-51,2	.	.	.	27,2	11,3	20,8	13,5	-5,8	-51,2	12,1	-5,4
feb.	-110,3	-113,7	3,4	.	.	.	20,4	8,6	-21,0	35,1	-3,6	-104,9	-157,4	-1,1
mar.	-112,6	-55,5	-57,2	.	.	.	30,5	5,8	-58,7	37,0	-1,1	-84,1	-98,2	0,9
<b>Altre variazioni</b>														
2004	-76,9	97,0	-173,9	-1,0	1,2	-2,2	-69,8	61,8	43,6	76,2	-25,8	-11,7	-41,0	-13,3
2005	853,5	747,5	105,9	10,5	9,2	1,3	163,7	56,5	426,3	485,6	-1,4	205,7	205,4	59,2
2006	-206,4	-120,6	-85,7	-2,4	-1,4	-1,0	-76,5	24,5	-43,6	-63,9	3,9	-94,4	-81,3	4,3
2007	-404,9	-328,5	-76,3	-4,5	-3,7	-0,8	-79,7	-18,8	-157,2	-125,8	-56,4	-126,1	-184,0	14,6
<b>Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio</b>														
2004	-168,8	-96,4	-72,4	-2,1	-1,2	-0,9	-36,0	7,4	-62,3	-50,2	.	-61,2	-53,5	-9,4
2005	369,3	214,4	154,9	4,5	2,6	1,9	86,9	-18,2	136,8	118,1	.	126,9	114,5	18,7
2006	-321,7	-207,9	-113,8	-3,8	-2,4	-1,3	-70,7	11,7	-131,1	-118,0	.	-104,6	-101,5	-15,3
2007	-501,6	-244,1	-257,5	-5,6	-2,7	-2,9	-110,0	27,1	-194,5	-124,1	.	-182,2	-147,1	-14,9
<b>Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi</b>														
2004	102,1	218,6	-116,5	1,3	2,8	-1,5	30,7	25,0	100,3	193,6	-25,8	.	.	-3,1
2005	288,1	327,5	-39,4	3,5	4,0	-0,5	60,7	48,6	186,6	278,9	-1,4	.	.	42,1
2006	297,0	309,5	-12,5	3,5	3,6	-0,1	61,2	39,4	215,7	270,1	3,9	.	.	16,3
2007	156,6	-63,8	220,3	1,7	-0,7	2,4	29,6	12,3	151,7	-76,1	-56,4	.	.	31,6
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>														
2004	-10,3	-25,2	15,0	-0,1	-0,3	0,2	-64,5	29,4	5,6	-67,2	.	49,5	12,5	-0,8
2005	195,5	205,6	-10,2	2,4	2,5	-0,1	16,0	26,1	102,9	88,6	.	78,8	90,9	-2,2
2006	-181,4	-222,3	40,9	-2,1	-2,6	0,5	-67,0	-26,6	-128,2	-216,0	.	10,2	20,3	3,7
2007	-59,5	-20,7	-38,9	-0,7	-0,2	-0,4	0,6	-58,2	-114,3	74,4	.	56,0	-36,8	-1,9
<b>Tassi di crescita delle consistenze</b>														
2004	10,3	9,1	-	.	.	.	7,8	4,2	12,8	11,5	.	11,1	9,5	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,8	.	17,6	19,5	-5,8
2006	15,7	15,8	-	.	.	.	15,0	10,6	13,8	16,3	.	19,5	18,4	0,2
2007	15,5	14,5	-	.	.	.	15,2	14,0	10,0	10,1	.	20,5	20,4	1,6
2008 3° trim.	8,2	8,1	-	.	.	.	12,2	8,9	5,3	6,6	.	7,4	9,6	-0,4
4° trim.	2,8	4,8	-	.	.	.	10,1	3,2	-0,6	7,1	.	0,4	3,4	1,1
2009 1° trim.	-3,0	-0,1	-	.	.	.	7,3	1,1	-3,6	6,0	.	-9,3	-6,9	-1,8

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

## 7.3 Conto finanziario

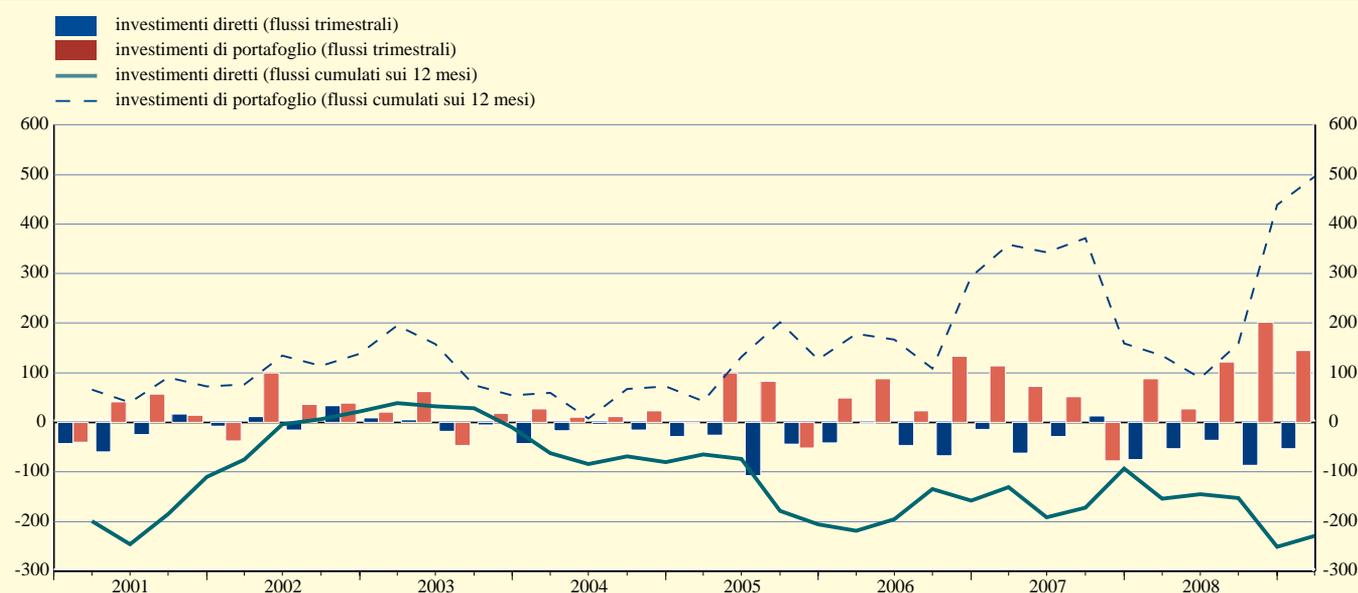
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

### 2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2006	3.131,7	2.540,4	217,4	2.323,0	591,3	2,2	589,1	2.728,7	2.091,9	65,5	2.026,4	636,8	9,7	627,1
2007	3.526,1	2.844,3	246,4	2.597,9	681,9	6,3	675,6	3.091,6	2.343,9	69,1	2.274,8	747,7	14,9	732,8
2008 3° trim.	3.777,4	3.007,4	253,2	2.754,2	770,1	6,7	763,4	3.198,8	2.371,8	65,7	2.306,2	826,9	18,3	808,7
4° trim.	3.753,7	2.970,1	241,2	2.728,8	783,6	6,4	777,2	3.185,7	2.368,9	65,6	2.303,3	816,8	17,1	799,7
Transazioni														
2007	474,2	355,5	24,6	330,9	118,7	-0,1	118,8	381,7	267,4	5,2	262,2	114,3	1,4	112,9
2008	351,0	234,6	15,2	219,4	116,4	-0,2	116,6	99,7	69,0	-1,2	70,2	30,7	1,5	29,2
2008 3° trim.	88,7	65,7	-7,6	73,4	22,9	-0,4	23,3	52,8	30,9	0,8	30,2	21,9	0,5	21,4
4° trim.	50,5	35,0	7,1	28,0	15,5	-0,3	15,8	-36,2	0,7	0,0	0,7	-36,9	-0,2	-36,7
2009 1° trim.	78,0	36,4	7,4	29,0	41,6	2,2	39,4	25,6	20,3	-0,2	20,5	5,3	0,1	5,2
2008 nov.	33,3	15,2	2,6	12,6	18,1	0,2	17,9	-20,0	-3,6	0,4	-4,0	-16,3	0,0	-16,4
dic.	8,0	7,2	2,2	5,0	0,8	-0,5	1,3	-14,5	2,6	0,5	2,1	-17,1	-0,2	-16,9
2009 gen.	27,2	15,1	5,6	9,5	12,1	1,6	10,5	11,3	6,3	0,6	5,7	5,0	0,4	4,6
feb.	20,4	8,6	0,7	7,9	11,8	0,5	11,4	8,6	5,6	0,4	5,3	2,9	0,1	2,8
mar.	30,5	12,8	1,2	11,6	17,7	0,1	17,6	5,8	8,3	-1,2	9,5	-2,6	-0,4	-2,2
Tassi di crescita														
2006	15,0	14,6	20,1	14,1	17,1	-2,9	17,2	10,6	12,3	10,2	12,4	5,5	-1,2	5,6
2007	15,2	14,0	11,1	14,3	20,1	-82,4	20,3	14,0	12,8	8,5	12,9	18,0	9,0	18,2
2008 3° trim.	12,2	10,2	1,1	11,1	20,6	11,5	20,7	8,9	6,4	1,0	6,5	17,2	15,6	17,2
4° trim.	10,1	8,3	6,2	8,5	17,1	-4,5	17,3	3,2	3,0	-1,9	3,1	4,1	8,4	4,0
2009 1° trim.	7,3	5,3	5,9	5,3	15,1	-6,5	15,3	1,1	2,0	-2,3	2,1	-1,6	8,1	-1,8

## F34 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

**7.3 Conto finanziario**

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni del periodo)

**3. Investimenti di portafoglio: attività**

	3. Investimenti di portafoglio: attività															
	Totale	Azioni e altre partecipazioni						Strumenti di debito								
		Totale	IFM		non IFM			Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario				
					Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM		Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2006	4.371,5	1.936,2	127,8	2,8	1.808,4	37,0	2.056,0	875,0	13,0	1.181,0	14,1	379,3	311,6	11,1	67,7	0,2
2007	4.653,8	1.984,7	145,2	2,4	1.839,5	44,6	2.231,5	937,4	15,5	1.294,0	16,9	437,7	350,6	33,9	87,1	0,5
2008 3° trim.	4.281,0	1.510,5	88,2	2,7	1.422,3	39,0	2.287,9	990,8	23,2	1.297,1	19,4	482,6	390,8	55,1	91,9	0,7
4° trim.	3.747,3	1.154,7	70,2	2,9	1.084,5	28,1	2.147,3	957,6	19,2	1.189,7	17,0	445,3	376,8	61,6	68,5	1,2
	Transazioni															
2007	439,5	79,5	36,0	-0,4	43,6	5,5	282,5	153,6	3,8	128,9	2,0	77,5	68,5	25,0	9,0	0,3
2008	-14,7	-113,0	-55,4	0,6	-57,6	-0,5	91,1	49,7	6,9	41,4	2,4	7,1	24,9	24,5	-17,8	0,3
2008 3° trim.	-60,9	-51,3	-4,4	0,1	-46,9	0,6	19,9	-0,8	-0,2	20,6	1,1	-29,4	-33,0	-1,2	3,6	-0,2
4° trim.	-155,3	-49,7	-4,0	0,4	-45,6	-1,3	-59,6	-15,3	-4,5	-44,3	-0,5	-46,1	-19,0	-1,8	-27,1	0,2
2009 1° trim.	-58,9	-2,2	-7,5	0,0	5,3	-	-34,8	-20,4	-2,6	-14,4	-	-21,9	-19,1	-4,7	-2,8	-
2008 nov.	-2,1	1,1	5,9	0,3	-4,9	.	-5,3	1,3	-1,4	-6,6	.	2,2	3,0	-0,8	-0,8	.
dic.	-22,1	-5,0	-1,7	0,1	-3,3	.	-23,3	-5,2	-1,5	-18,1	.	6,2	9,5	-0,5	-3,3	.
2009 gen.	20,8	7,8	-0,2	0,0	8,0	.	10,9	7,7	-0,7	3,2	.	2,2	1,7	1,0	0,4	.
feb.	-21,0	-8,4	-3,5	0,0	-4,9	.	-12,8	-2,3	0,3	-10,5	.	0,1	-0,3	1,5	0,4	.
mar.	-58,7	-1,6	-3,8	0,0	2,2	.	-33,0	-25,8	-2,2	-7,1	.	-24,2	-20,5	-7,2	-3,6	.
	Tassi di crescita															
2006	13,8	9,0	17,5	0,9	8,4	22,1	17,1	24,1	15,8	12,5	9,0	21,3	22,2	220,7	20,4	-27,3
2007	10,0	4,0	29,0	-13,1	2,3	14,4	13,8	17,8	30,1	10,8	14,0	20,8	22,5	225,0	13,0	173,4
2008 3° trim.	5,3	-2,4	-26,2	6,6	-0,6	4,4	9,8	10,3	65,0	9,4	19,3	16,9	22,7	146,4	-5,8	-94,1
4° trim.	-0,6	-6,5	-37,8	26,0	-3,9	-1,3	4,1	5,3	26,0	3,3	14,5	1,3	7,0	94,5	-22,7	52,8
2009 1° trim.	-3,6	-4,6	-22,8	19,0	-3,2	-	0,8	0,0	-10,4	1,4	-	-17,6	-13,0	50,2	-37,1	-

**4. Investimenti di portafoglio: passività**

	4. Investimenti di portafoglio: passività													
	Totale	Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito								
		Totale	IFM		non IFM		Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario			
							Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)													
2006	5.866,5	2.910,8	657,6	2.253,2	2.656,9	953,8	1.705,5	1.019,2	298,8	125,7	173,2	138,0		
2007	6.340,0	3.103,1	754,7	2.348,3	2.917,3	1.128,0	1.789,3	1.113,4	319,6	153,4	166,1	142,5		
2008 3° trim.	6.029,1	2.414,9	715,4	1.699,3	3.152,6	1.150,5	2.001,6	1.253,7	461,6	176,6	285,0	228,4		
4° trim.	5.978,2	2.126,5	680,8	1.445,7	3.275,8	1.165,8	2.110,1	1.383,1	575,8	171,7	404,1	339,3		
	Transazioni													
2007	599,3	127,6	76,7	50,6	433,0	229,7	203,4	148,6	38,6	41,1	-2,6	8,1		
2008	424,5	-77,1	93,4	-170,5	281,6	45,1	237,0	197,4	219,9	-6,7	226,6	198,8		
2008 3° trim.	60,7	-73,6	-14,9	-58,8	63,9	10,3	53,7	54,8	70,4	-4,2	74,7	52,3		
4° trim.	46,5	-45,9	17,8	-63,8	-13,0	-42,0	29,0	32,8	105,5	-11,0	116,5	108,7		
2009 1° trim.	85,6	-53,2	-0,5	-52,7	110,4	14,3	96,1	-	28,4	-29,6	58,0	-		
2008 nov.	58,1	20,5	.	.	30,5	.	.	.	7,0	.	.	.		
dic.	-15,7	-6,1	.	.	-29,0	.	.	.	19,3	.	.	.		
2009 gen.	13,5	-44,5	.	.	27,8	.	.	.	30,2	.	.	.		
feb.	35,1	-5,9	.	.	35,1	.	.	.	6,0	.	.	.		
mar.	37,0	-2,8	.	.	47,5	.	.	.	-7,7	.	.	.		
	Tassi di crescita													
2006	16,3	12,1	17,5	10,6	22,9	25,9	21,2	15,2	1,5	21,5	-10,0	-11,2		
2007	10,1	4,4	11,4	2,3	16,3	24,3	11,9	14,6	12,7	33,7	-0,2	6,6		
2008 3° trim.	6,6	-2,4	5,6	-5,1	13,0	10,9	14,3	17,8	26,0	19,1	34,3	27,6		
4° trim.	7,1	-3,4	12,8	-8,8	9,9	4,1	13,4	18,1	65,5	-3,7	135,6	144,4		
2009 1° trim.	6,0	-7,6	2,8	-11,6	10,7	3,6	14,9	-	63,5	-22,9	147,3	-		

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

### 5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2006	4.448,7	14,1	12,7	1,4	2.937,6	2.874,9	62,8	120,0	14,2	58,2	15,4	1.377,1	187,9	1.062,1	395,6
2007	5.233,5	39,1	37,7	1,4	3.342,5	3.271,4	71,1	107,1	12,7	48,1	13,5	1.744,8	191,1	1.387,7	441,7
2008 3° trim.	5.476,5	34,2	33,2	1,0	3.553,1	3.477,3	75,8	100,8	12,3	39,9	8,7	1.788,5	199,8	1.365,6	371,0
4° trim.	5.222,0	33,5	32,5	1,0	3.284,5	3.226,8	57,7	101,4	12,0	41,2	7,0	1.802,6	190,2	1.388,9	379,7
Transazioni															
2007	910,9	22,0	22,0	0,0	548,3	541,0	7,3	-7,6	-1,4	-7,2	-2,0	348,3	13,7	292,7	38,7
2008	24,2	-4,3	-4,3	0,0	-31,0	-50,0	19,0	-7,0	-1,1	-6,7	-5,9	66,4	13,3	-5,9	-50,7
2008 3° trim.	101,0	-1,9	-1,9	0,0	81,3	81,3	0,0	-8,0	-0,1	-8,8	-8,3	29,6	2,7	6,8	-1,5
4° trim.	-259,6	-2,2	-2,3	0,0	-227,2	-240,8	13,7	-0,3	-0,3	1,0	-1,9	-29,9	-5,6	-23,6	-9,5
2009 1° trim.	-240,3	-8,3	-	-	-229,7	-	-	6,5	-	-	9,0	-8,7	-	-	-5,0
2008 nov.	-87,2	4,3	.	.	-86,1	.	.	7,2	.	.	8,1	-12,6	.	.	-0,4
dic.	-206,4	-2,3	.	.	-161,5	.	.	-7,3	.	.	-7,2	-35,3	.	.	-26,1
2009 gen.	-51,2	-2,4	.	.	-52,6	.	.	13,4	.	.	11,3	-9,7	.	.	-3,6
feb.	-104,9	-3,6	.	.	-91,4	.	.	-7,8	.	.	-3,2	-2,2	.	.	-6,3
mar.	-84,1	-2,3	.	.	-85,8	.	.	0,8	.	.	0,9	3,1	.	.	4,9
Tassi di crescita															
2006	19,5	-37,6	-40,0	1,6	21,1	21,3	10,7	-5,5	-26,1	-4,3	24,5	20,0	3,4	24,5	8,5
2007	20,5	157,3	173,8	-1,7	18,8	18,9	11,5	-6,4	-9,7	-12,4	-13,1	25,2	7,4	27,3	9,8
2008 3° trim.	7,4	2,0	2,3	0,3	7,6	7,5	10,5	-5,1	-8,9	-13,2	-31,4	7,9	12,5	3,7	-12,5
4° trim.	0,4	-13,6	-14,0	5,0	-0,9	-1,5	27,0	-6,5	-8,6	-14,1	-45,7	3,8	7,0	-0,5	-12,0
2009 1° trim.	-9,3	-47,4	-	-	-13,5	-	-	4,2	-	-	37,8	-0,9	-	-	-16,4

### 6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2006	4.711,0	116,3	116,1	0,2	3.484,8	3.430,4	54,5	51,6	0,0	47,5	4,1	1.058,2	146,8	819,6	91,7
2007	5.483,9	201,7	201,4	0,2	3.938,7	3.871,7	67,0	51,8	0,0	46,6	5,2	1.291,7	158,4	1.024,1	109,3
2008 3° trim.	5.957,5	371,8	371,4	0,3	4.197,0	4.126,6	70,4	52,3	0,0	48,8	3,4	1.336,5	170,0	1.062,0	104,4
4° trim.	5.683,5	481,7	481,5	0,3	3.774,7	3.718,0	56,7	61,3	0,0	57,7	3,6	1.365,8	166,8	1.090,4	108,6
Transazioni															
2007	956,9	91,4	91,4	0,0	635,2	630,4	4,8	-0,9	0,0	-1,8	0,9	231,3	9,9	224,4	-3,0
2008	184,7	280,0	280,0	0,1	-173,3	-191,3	18,0	9,4	0,0	10,8	-1,4	68,6	6,8	62,8	-1,1
2008 3° trim.	83,8	107,8	107,7	0,1	-26,9	-30,9	4,0	2,2	0,0	2,4	-0,1	0,7	1,5	2,8	-3,7
4° trim.	-246,8	110,6	110,7	-0,1	-403,6	-416,9	13,4	8,9	0,0	8,5	0,4	37,3	-3,4	34,4	6,2
2009 1° trim.	-243,5	-84,2	-	-	-118,7	-	-	-1,6	-	-	-	-39,0	-	-	-
2008 nov.	-68,4	-31,6	.	.	-52,6	.	.	2,7	.	.	.	13,0	.	.	.
dic.	-175,6	11,4	.	.	-173,5	.	.	-0,5	.	.	.	-12,9	.	.	.
2009 gen.	12,1	-59,1	.	.	99,2	.	.	2,1	.	.	.	-30,0	.	.	.
feb.	-157,4	-28,0	.	.	-106,9	.	.	-4,9	.	.	.	-17,6	.	.	.
mar.	-98,2	3,0	.	.	-111,0	.	.	1,3	.	.	.	8,6	.	.	.
Tassi di crescita															
2006	18,4	22,4	22,4	5,7	16,1	16,1	13,3	3,6	-24,1	4,2	-3,2	27,3	9,8	31,9	17,6
2007	20,4	79,2	79,4	-6,9	18,3	18,5	8,8	-1,6	29,1	-3,6	18,0	21,4	6,7	27,4	-1,5
2008 3° trim.	9,6	126,0	126,3	10,3	7,1	7,1	7,2	-9,6	54,1	-6,0	-42,4	3,0	9,2	4,0	-13,5
4° trim.	3,4	140,9	141,1	20,8	-4,4	-4,9	26,8	18,2	-4,8	23,3	-28,1	5,3	4,3	6,1	-1,3
2009 1° trim.	-6,9	81,2	-	-	-13,6	-	-	16,2	-	-	-	-1,1	-	-	-

Fonte: BCE.

**7.3 Conto finanziario**

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

**7. Altri investimenti: attività**

	Riserve ufficiali													Per memoria			
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività	Attività in valuta estera presso residenti dell'area dell'euro	Passività	Deflussi previsti a breve termine di valuta estera	
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli								Strumenti finanziari derivati
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e note	Strumenti di mercato monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9	
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5	
2007	347,4	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,5	0,0	44,1	-38,5	
2008 2° trim.	353,9	207,9	352,314	4,3	4,0	137,7	7,4	24,0	105,6	0,5	89,9	15,2	0,6	0,0	59,4	-59,2	
3° trim.	370,9	216,8	350,634	4,6	4,0	145,4	11,6	18,1	117,8	0,5	100,0	17,2	-2,1	0,0	188,9	-185,3	
4° trim.	383,9	217,0	349,190	4,7	7,3	154,8	7,6	8,0	129,5	0,6	111,0	17,9	9,7	0,1	253,1	-245,7	
2009 feb.	419,7	263,1	349,401	5,0	7,6	144,0	6,7	5,8	135,1	-	-	-	-3,7	0,1	170,2	-153,5	
mar.	395,8	240,4	349,059	4,8	8,4	142,2	8,4	3,7	129,9	-	-	-	0,2	0,1	155,4	-141,4	
apr.	387,0	231,4	347,851	4,8	8,4	142,3	8,2	4,7	128,6	-	-	-	0,9	0,0	129,3	-116,6	
	Transazioni																
2006	0,9	-4,2	-	0,5	-5,2	9,8	-6,1	2,4	13,6	0,0	19,3	-5,7	0,0	0,0	-	-	
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-	
2008	3,9	-2,1	-	-0,1	3,7	2,3	4,9	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,1	-	-	
2008 3° trim.	-1,6	-0,3	-	0,1	-0,2	-1,3	4,5	-7,7	1,7	0,0	1,8	-0,1	0,3	0,0	-	-	
4° trim.	0,4	-0,9	-	0,0	3,2	-2,0	0,5	-10,7	7,1	0,0	6,2	0,9	1,1	0,1	-	-	
2009 1° trim.	-5,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	Tassi di crescita																
2005	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,7	-3,8	-2,0	-23,7	1,6	2,2	6,9	-7,9	20,5	-	-	-	
2006	0,2	-2,4	-	11,6	-48,8	7,2	-48,4	10,6	13,1	0,0	28,4	-15,3	-73,2	-	-	-	
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,2	6,3	15,0	6,2	5,7	1,1	18,5	-27,5	-59,1	-	-	-	
2008 3° trim.	-0,4	-1,3	-	-1,5	6,1	0,8	51,2	-36,7	6,1	81,6	16,6	-33,3	67,2	-	-	-	
4° trim.	1,1	-1,0	-	-2,6	104,7	1,7	66,0	-69,0	10,8	27,7	18,0	-20,7	-26,2	-	-	-	
2009 1° trim.	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

Fonte: BCE.

## 7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro, consistenze a fine periodo, transazioni nel periodo)

### 8. Scomposizione geografica

	Totale	Unione europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2007</b>	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
<b>Investimenti diretti</b>	434,6	-97,4	-4,0	-32,9	-277,8	217,6	-0,3	23,7	27,0	-11,0	112,6	-67,4	-37,4	-0,2	484,6
All'estero	3.526,1	1.285,8	37,1	82,5	916,2	249,9	0,0	91,6	30,7	69,1	350,1	684,4	391,6	0,0	622,8
Azioni/utigli reinvestiti	2.844,3	1.012,7	32,3	55,2	710,0	215,2	0,0	67,8	24,1	57,8	292,5	525,9	366,1	0,0	497,4
Debito	681,9	273,1	4,9	27,3	206,2	34,7	0,0	23,8	6,6	11,4	57,6	158,6	25,5	0,0	125,3
Nell'area dell'euro	3.091,6	1.383,2	41,2	115,4	1.194,0	32,3	0,3	67,9	3,7	80,1	237,4	751,9	429,0	0,3	138,2
Azioni/utigli reinvestiti	2.343,9	1.127,8	33,6	93,7	988,2	12,1	0,2	56,6	0,9	65,7	181,6	552,6	267,8	0,1	90,8
Debito	747,7	255,4	7,6	21,7	205,8	20,2	0,1	11,3	2,7	14,4	55,9	199,3	161,2	0,2	47,4
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	4.653,8	1.371,3	68,2	139,3	995,5	97,8	70,6	82,5	42,0	241,9	132,4	1.493,5	630,2	26,8	633,3
Azioni	1.984,7	415,3	11,4	45,9	335,4	22,1	0,5	20,3	39,5	141,7	115,7	635,1	285,3	1,0	331,0
Strumenti di debito	2.669,2	956,0	56,8	93,4	660,1	75,6	70,1	62,3	2,5	100,2	16,6	858,4	344,9	25,9	302,4
Obbligazioni e note	2.231,5	781,0	52,7	78,2	505,6	75,0	69,4	58,6	2,2	63,5	12,9	713,3	303,1	24,8	272,0
Strumenti di mercato monetario	437,7	174,9	4,0	15,1	154,5	0,6	0,7	3,6	0,3	36,7	3,8	145,1	41,8	1,1	30,4
<b>Altri investimenti</b>	-250,4	-163,9	-155,4	-8,8	122,2	43,5	-165,5	-66,0	-45,3	-31,5	-54,9	-71,1	-91,2	-23,8	297,4
Attività	5.233,5	2.571,9	104,5	72,3	2.242,6	141,7	10,8	23,5	35,0	81,3	266,2	840,1	516,8	57,5	841,1
Amministrazioni pubbliche	107,1	21,6	0,8	0,1	10,3	1,2	9,2	0,0	1,8	0,2	0,1	3,1	1,4	38,3	40,7
IFM	3.381,6	1.916,2	86,7	52,1	1.663,5	113,0	0,8	15,0	15,3	45,0	157,5	411,6	353,5	18,7	448,8
Altri settori	1.744,8	634,1	16,9	20,1	568,8	27,5	0,9	8,5	17,9	36,1	108,6	425,4	162,0	0,5	351,6
Passività	5.483,9	2.735,8	259,8	81,0	2.120,5	98,1	176,4	89,5	80,3	112,8	321,1	911,2	608,1	81,3	543,7
Amministrazioni pubbliche	51,8	28,9	0,0	0,3	2,4	0,0	26,2	0,0	0,0	0,5	0,8	6,3	0,3	11,9	3,0
IFM	4.140,4	2.142,4	249,6	58,4	1.660,0	72,6	101,9	81,5	62,2	89,0	247,6	525,1	523,7	66,8	402,1
Altri settori	1.291,7	564,5	10,2	22,4	458,0	25,6	48,3	8,0	18,1	23,3	72,7	379,8	84,1	2,6	138,7
<b>dal 1° trim. 2008 al 4° trim. 2008</b>	Transazioni cumulate														
<b>Investimenti diretti</b>	251,3	83,4	1,1	3,8	52,7	25,7	0,0	4,1	3,7	4,7	8,7	84,4	31,8	0,0	30,5
All'estero	351,0	72,6	2,9	20,8	26,9	22,0	0,0	9,8	3,6	6,1	21,5	107,3	41,1	0,0	89,0
Azioni/utigli reinvestiti	234,6	41,5	1,9	8,6	19,3	11,6	0,0	9,3	4,0	4,3	23,1	70,8	29,9	0,0	51,8
Debito	116,4	31,0	0,9	12,2	7,6	10,4	0,0	0,6	-0,4	1,8	-1,5	36,5	11,1	0,0	37,2
Nell'area dell'euro	99,7	-10,8	1,8	17,1	-25,9	-3,8	0,0	5,8	-0,1	1,4	12,8	22,9	9,2	0,0	58,5
Azioni/utigli reinvestiti	69,0	-3,8	-0,1	10,9	-16,5	1,9	0,0	3,5	0,2	3,0	4,9	23,3	24,6	0,0	13,3
Debito	30,7	-6,9	1,9	6,2	-9,3	-5,7	0,0	2,3	-0,3	-1,6	7,9	-0,4	-15,4	0,0	45,2
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	-14,7	79,9	2,3	-5,7	82,1	0,8	0,5	16,6	0,9	-6,4	-13,1	-54,7	-35,1	-1,8	-0,9
Azioni	-113,0	-14,2	0,2	-6,2	-7,5	-0,8	0,1	7,2	0,2	-26,0	-12,8	-36,5	0,7	0,0	-31,6
Strumenti di debito	98,2	94,1	2,0	0,5	89,5	1,6	0,5	9,4	0,7	19,6	-0,3	-18,2	-35,8	-1,8	30,7
Obbligazioni e note	91,1	93,6	-0,3	0,2	93,4	1,1	-0,8	8,9	0,3	-3,3	1,2	8,4	-41,3	-1,1	24,5
Strumenti di mercato monetario	7,1	0,6	2,3	0,3	-3,9	0,6	1,3	0,5	0,3	23,0	-1,5	-26,6	5,5	-0,7	6,1
<b>Altri investimenti</b>	-160,5	-303,1	10,7	6,5	-384,1	71,4	-7,6	0,3	14,7	40,9	22,8	-225,8	121,0	24,6	144,1
Attività	24,2	-75,4	-12,5	0,2	-143,4	73,0	7,4	3,6	-3,1	17,8	-6,9	-44,2	27,6	-1,1	105,9
Amministrazioni pubbliche	-7,0	-5,8	-0,1	0,3	-6,8	-0,5	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,7	-1,8
IFM	-35,3	-79,2	-12,9	0,3	-142,0	69,4	6,0	3,0	-5,0	19,9	-5,4	-29,9	11,9	-1,8	51,4
Altri settori	66,4	9,7	0,5	-0,4	5,4	4,1	0,1	0,6	1,9	-2,1	-1,5	-14,3	15,7	0,0	56,4
Passività	184,7	227,7	-23,2	-6,3	240,6	1,6	14,9	3,4	-17,8	-23,1	-29,8	181,6	-93,3	-25,7	-38,2
Amministrazioni pubbliche	9,4	3,8	0,0	-0,1	-1,0	0,0	4,8	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	0,0	5,8	-0,1
IFM	106,7	197,4	-23,8	-8,3	227,6	-2,0	3,9	2,7	-18,5	-23,3	-34,3	186,0	-108,0	-31,4	-63,8
Altri settori	68,6	26,5	0,6	2,1	14,1	3,6	6,2	0,7	0,7	0,1	4,9	-4,6	14,6	-0,1	25,7

Fonte: BCE.

## 7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

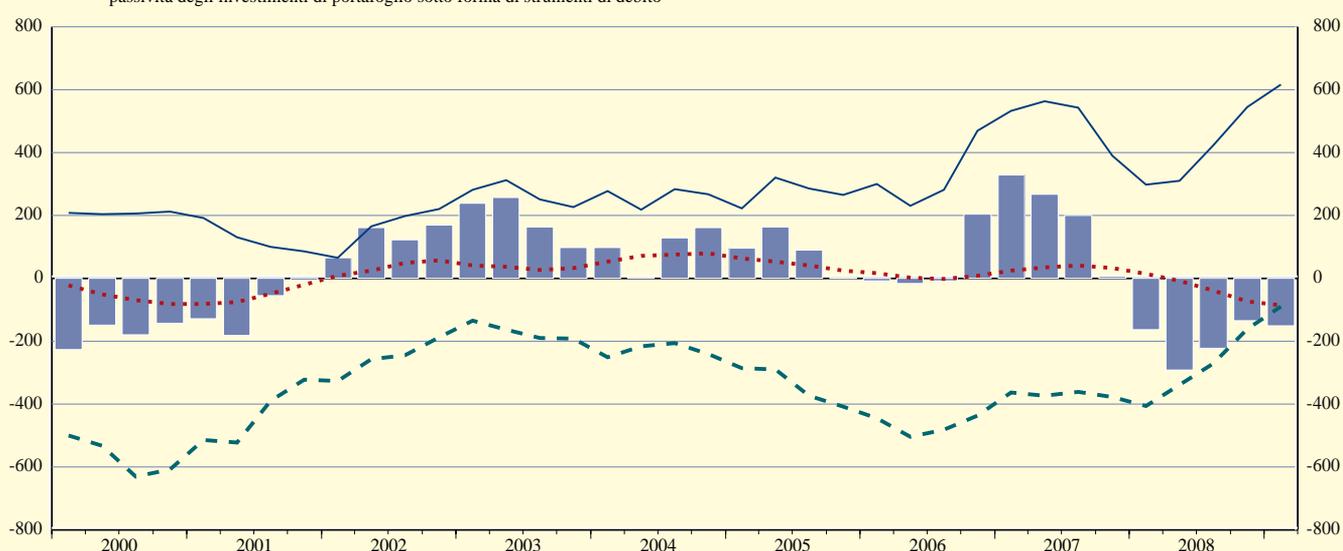
(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni <sup>2)</sup>	Strumenti di debito <sup>3)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	7,9	-390,3	264,2	-282,3	237,5	468,9	-225,0	225,8	3,6	-138,5	171,8	204,9
2007	32,4	-451,4	379,2	-182,4	81,9	389,8	-340,9	230,4	-67,3	-64,8	7,0	6,8
2008	-74,1	-336,5	97,5	34,3	-127,6	545,0	-60,3	78,5	-30,8	-231,9	-105,8	-135,4
2008 1° trim.	-9,8	-156,3	91,6	-20,1	18,8	73,2	-68,8	43,2	-22,8	-23,8	-74,6	-85,9
2° trim.	-25,8	-39,2	-9,4	-85,4	-33,9	151,6	0,7	-14,2	-8,8	-52,8	-117,3	-127,1
3° trim.	-19,5	-97,0	52,1	22,8	-69,6	170,1	-21,8	2,9	-8,5	-41,6	-10,2	4,4
4° trim.	-19,0	-44,0	-36,8	117,0	-42,9	150,2	29,7	46,6	9,3	-113,7	96,3	73,2
2009 1° trim.	-22,4	-68,5	25,5	12,0	-50,1	143,8	2,3	-40,6	10,5	-82,7	-70,1	-102,0
2008 mar.	-4,7	-18,3	-2,5	-22,6	-0,4	13,6	-33,0	23,2	3,8	-2,8	-43,8	-48,2
apr.	-5,9	9,0	-28,0	-22,2	-44,7	52,9	-3,0	-8,4	-3,0	-20,2	-73,5	-73,9
mag.	-21,1	-23,8	18,2	-44,2	-1,2	37,4	0,9	-5,2	-10,6	-18,0	-67,5	-69,6
giu.	1,2	-24,4	0,4	-19,0	12,0	61,2	2,7	-0,6	4,7	-14,6	23,7	16,4
lug.	-2,5	-38,0	22,9	7,1	-8,2	30,2	-1,7	14,1	-0,1	-44,4	-20,6	-11,8
ago.	-10,6	-21,5	11,1	-2,2	-17,0	33,3	4,8	-9,1	-8,4	9,5	-10,1	-7,4
set.	-6,4	-37,4	18,1	17,9	-44,5	106,6	-25,0	-2,2	0,0	-6,8	20,4	23,6
ott.	-4,4	-6,7	-2,1	80,0	-60,0	91,9	-18,0	43,9	17,7	-93,0	49,4	38,6
nov.	-11,8	-30,5	-20,2	12,4	-0,6	69,5	5,3	15,9	-5,8	-6,1	28,0	14,0
dic.	-2,8	-6,8	-14,5	24,6	17,7	-11,3	42,4	-13,2	-2,6	-14,6	18,9	20,5
2009 gen.	-19,2	-20,0	10,9	-11,6	-60,7	45,7	-3,8	-27,9	5,8	-32,0	-112,8	-119,1
feb.	-1,1	-19,3	8,5	14,9	-7,7	54,9	10,0	-22,5	3,6	4,5	45,9	33,3
mar.	-2,0	-29,2	6,1	8,6	18,3	43,2	-3,9	9,8	1,1	-55,2	-3,2	-16,1
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2009 mar.	-86,7	-248,6	31,4	66,4	-196,6	615,6	10,8	-5,4	2,5	-290,8	-101,4	-151,5

## F35 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)

- attività nette sull'estero delle IFM
- - - saldo di conto corrente e conto capitale
- - - investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero effettuati da settori diversi dalle IFM
- passività degli investimenti di portafoglio sotto forma di strumenti di debito <sup>3)</sup>



Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Escluse le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.
- 3) Esclusi i titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza fino a due anni.

## 7.5 Commercio di beni

### 1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica<sup>1)</sup>

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2007	11,4	8,9	1.505,6	738,9	326,2	401,3	1.282,7	1.491,3	914,1	234,5	323,4	1.021,2	227,5
2008	3,8	7,4	1.560,5	769,0	333,7	409,4	1.307,9	1.592,4	1.011,2	228,8	327,4	1.023,2	288,1
2008 2° trim.	8,5	11,2	397,9	197,4	83,8	104,6	331,5	404,7	258,2	55,9	81,8	256,3	75,9
3° trim.	5,6	12,5	398,6	198,7	84,3	102,5	331,2	411,3	268,9	58,3	82,3	260,1	85,5
4° trim.	-5,0	-2,5	365,8	175,8	81,3	95,0	305,6	373,1	229,4	56,1	80,5	243,9	55,2
2009 1° trim.	-21,7	-20,9	310,4	.	.	.	259,0	321,9	.	.	.	213,9	.
2008 ott.	0,2	3,4	129,1	63,4	28,2	33,3	107,9	131,4	83,5	18,7	27,3	84,0	23,1
nov.	-11,6	-5,4	119,6	57,5	26,0	31,1	99,2	123,9	76,0	19,0	26,7	81,3	17,4
dic.	-3,7	-5,8	117,0	55,0	27,2	30,6	98,5	117,9	69,9	18,4	26,5	78,6	14,6
2009 gen.	-25,0	-22,5	101,9	48,3	20,9	28,9	85,7	108,5	62,8	16,1	26,1	72,6	11,9
feb.	-23,5	-21,7	103,5	49,6	22,2	28,3	85,8	106,4	60,1	16,3	25,6	69,8	11,1
mar.	-16,7	-18,5	105,0	.	.	.	87,4	107,0	.	.	.	71,5	.
Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2007	8,9	7,3	144,8	141,8	153,2	144,8	142,1	129,3	123,4	143,5	141,9	134,8	107,7
2008	1,5	-0,5	146,8	142,3	156,3	146,2	143,5	128,1	121,6	141,2	141,0	133,5	106,4
2008 2° trim.	7,1	2,3	150,6	147,2	158,3	150,0	147,0	130,7	123,3	140,9	144,3	136,8	102,4
3° trim.	2,7	1,3	148,6	144,9	158,2	145,6	144,9	127,0	121,0	146,3	141,4	135,2	106,5
4° trim.	-7,6	-5,7	136,5	128,8	150,3	135,7	131,7	121,8	114,9	133,9	134,7	123,3	106,6
2009 1° trim.	-2,7	-3,5	144,5	138,8	158,0	142,4	140,4	125,8	119,2	138,2	139,2	129,4	108,5
2008 ott.	-14,2	-8,9	133,7	125,8	144,1	133,3	128,1	120,3	113,2	135,9	132,8	122,3	101,5
nov.	-6,0	-4,8	131,2	121,7	148,8	131,2	126,6	119,3	112,2	127,7	132,1	118,3	109,9
dic.	-25,0	-16,7	116,5	109,2	114,9	126,9	111,3	115,7	109,4	115,5	129,4	111,5	102,6
2009 gen.	-23,5	-15,9	117,5	111,7	122,5	122,0	110,8	113,2	104,5	117,0	127,9	107,6	93,7
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

### 2. Prezzi<sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) <sup>3)</sup>							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Manufatti	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Manufatti		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2007	101,9	0,5	2,7	-0,5	0,9	2,6	0,5	105,9	0,1	2,3	-3,5	0,5	1,6	-0,3
2008	103,5	1,6	1,5	-0,4	2,4	25,3	1,5	112,7	6,5	0,2	-3,4	2,4	28,2	0,8
2008 3° trim.	105,0	2,9	2,5	-0,4	2,3	45,7	2,7	117,6	10,5	1,5	-3,5	2,3	42,8	1,9
4° trim.	102,7	0,8	2,6	1,3	2,8	-15,9	0,6	106,9	-1,7	0,9	-1,5	3,8	-8,6	0,1
2009 1° trim.	101,4	-1,1	-1,0	1,4	1,4	-31,7	-1,2	101,4	-8,4	-4,0	-0,1	2,6	-28,4	-2,4
2008 nov.	102,9	0,9	3,0	1,9	3,1	-20,4	0,8	107,2	-1,9	1,5	-1,1	4,4	-10,3	0,4
dic.	101,0	-0,9	1,4	1,0	2,1	-34,1	-1,0	101,9	-6,6	-0,8	-1,5	3,0	-24,4	-1,6
2009 gen.	101,5	-0,7	0,0	1,2	1,4	-29,4	-0,8	101,4	-7,8	-2,9	-0,9	2,5	-26,7	-2,1
feb.	101,5	-1,0	-1,0	1,4	1,6	-30,9	-1,1	101,6	-8,5	-4,2	0,1	2,7	-28,2	-2,3
mar.	101,0	-1,7	-1,9	1,5	1,4	-34,6	-1,7	101,3	-9,0	-5,0	0,5	2,7	-30,3	-2,8
apr.	101,1	-1,8	-3,1	1,7	0,8	.	-1,8	.	.	.	.	.	.	.

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories - BEC*). A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione delle "principali categorie di prodotti industriali". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni ed esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poichè questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonchè anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non-nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

**7.5 Commercio di beni**

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

**3. Scomposizione per area geografica**

	Totale	Unione Europea 27 (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2007	1.505,6	34,2	55,7	230,9	216,3	67,9	82,3	41,5	195,9	296,1	60,6	34,3	87,6	61,7	135,6
2008	1.560,5	35,1	54,2	221,8	231,5	78,5	86,2	42,9	186,8	308,3	65,7	33,7	100,7	68,3	146,3
2007 4° trim.	383,8	8,6	13,8	58,3	56,2	17,8	20,8	10,8	47,5	76,3	15,9	8,1	22,4	15,7	35,6
2008 1° trim.	398,3	8,9	14,0	57,2	59,1	20,0	21,3	12,3	49,8	79,3	17,1	8,8	24,2	16,3	35,8
2° trim.	397,9	9,1	14,4	58,4	59,7	20,1	22,1	11,3	47,2	77,7	16,9	8,6	25,0	16,6	36,3
3° trim.	398,6	9,1	14,1	56,6	60,3	20,7	21,7	10,8	46,3	76,7	16,0	8,3	26,7	17,8	37,7
4° trim.	365,8	8,0	11,6	49,7	52,4	17,7	21,1	8,4	43,5	74,6	15,7	8,1	24,8	17,5	36,5
2009 1° trim.	310,4	.	.	.	.	12,9	19,9	7,7	39,5	65,0	15,3	7,0	23,4	12,8	.
2008 ott.	129,1	2,9	4,4	18,3	19,4	6,7	7,2	3,2	14,8	25,2	5,5	2,7	8,6	6,2	12,3
nov.	119,6	2,5	3,8	16,1	17,5	5,4	7,0	2,7	14,7	24,6	5,3	2,7	8,1	5,3	11,8
dic.	117,0	2,5	3,4	15,3	15,5	5,6	6,9	2,6	14,0	24,8	4,9	2,7	8,1	6,0	12,4
2009 gen.	101,9	2,6	3,3	14,3	14,9	4,3	6,7	2,5	12,9	20,2	4,7	2,4	7,7	4,2	8,1
feb.	103,5	2,3	3,3	13,9	14,4	4,4	6,7	2,5	12,8	22,0	5,1	2,4	7,8	4,4	8,9
mar.	105,0	.	.	.	.	4,2	6,5	2,7	13,8	22,7	5,5	2,2	7,8	4,2	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2008	100,0	2,2	3,5	14,2	14,8	5,0	5,5	2,7	12,0	19,8	4,2	2,2	6,5	4,4	9,4
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2007	1.491,3	28,8	52,2	169,6	169,6	102,2	67,2	32,3	131,7	455,7	172,6	59,1	113,4	75,2	93,4
2008	1.592,4	30,2	52,5	165,3	185,6	117,7	69,6	32,2	137,1	477,4	184,1	56,4	139,6	81,0	104,2
2007 4° trim.	385,4	7,1	13,3	42,7	44,1	28,6	16,6	8,2	32,5	115,0	43,6	14,8	31,0	20,3	25,9
2008 1° trim.	403,3	7,4	13,8	43,8	46,6	29,5	16,8	8,6	34,6	121,5	45,0	14,9	34,4	20,3	26,0
2° trim.	404,7	7,7	13,6	42,2	47,4	30,6	17,5	8,4	33,8	119,5	45,1	14,5	37,0	19,8	27,1
3° trim.	411,3	7,9	13,4	42,2	47,9	33,4	17,8	8,1	35,0	123,2	47,5	13,9	37,7	21,1	23,5
4° trim.	373,1	7,2	11,7	37,1	43,7	24,1	17,4	7,0	33,7	113,2	46,5	13,1	30,6	19,8	27,6
2009 1° trim.	321,9	.	.	.	.	17,3	16,6	6,7	33,0	99,2	42,6	11,9	23,6	14,9	.
2008 ott.	131,4	2,4	4,3	13,9	15,6	9,4	5,9	2,5	11,0	39,5	15,9	4,4	10,8	6,7	9,4
nov.	123,9	2,4	3,8	12,1	15,0	7,9	5,8	2,5	11,2	37,6	15,5	4,4	10,1	6,7	8,8
dic.	117,9	2,4	3,5	11,1	13,1	6,9	5,7	2,1	11,5	36,1	15,1	4,2	9,7	6,4	9,4
2009 gen.	108,5	2,3	3,2	10,9	12,8	6,2	5,6	2,1	10,3	34,2	14,7	4,1	8,0	4,9	7,8
feb.	106,4	2,3	3,1	10,4	12,7	5,2	5,5	2,2	10,9	32,2	13,8	3,9	8,1	4,9	8,7
mar.	107,0	.	.	.	.	5,9	5,5	2,3	11,8	32,7	14,0	3,9	7,4	5,1	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2008	100,0	1,9	3,3	10,4	11,7	7,4	4,4	2,0	8,6	30,0	11,6	3,5	8,8	5,1	6,6
<b>Saldo</b>															
2007	14,3	5,4	3,5	61,3	46,7	-34,3	15,1	9,1	64,1	-159,5	-112,0	-24,8	-25,8	-13,5	42,1
2008	-31,9	4,8	1,7	56,5	45,9	-39,2	16,6	10,7	49,7	-169,2	-118,5	-22,7	-38,9	-12,7	42,1
2007 4° trim.	-1,5	1,5	0,4	15,6	12,1	-10,8	4,3	2,6	15,0	-38,7	-27,7	-6,7	-8,6	-4,6	9,7
2008 1° trim.	-5,1	1,5	0,3	13,4	12,5	-9,6	4,5	3,7	15,1	-42,2	-27,9	-6,1	-10,2	-4,0	9,9
2° trim.	-6,8	1,4	0,8	16,1	12,3	-10,5	4,5	2,9	13,4	-41,7	-28,2	-5,9	-12,0	-3,2	9,1
3° trim.	-12,7	1,2	0,7	14,3	12,4	-12,7	3,9	2,7	11,3	-46,5	-31,5	-5,6	-11,0	-3,3	14,2
4° trim.	-7,4	0,7	-0,1	12,6	8,7	-6,4	3,6	1,4	9,8	-38,7	-30,8	-5,0	-5,8	-2,3	8,9
2009 1° trim.	-11,5	.	.	.	.	-4,4	3,3	1,0	6,5	-34,2	-27,3	-4,9	-0,2	-2,1	.
2008 ott.	-2,3	0,5	0,1	4,5	3,8	-2,6	1,3	0,7	3,8	-14,4	-10,4	-1,7	-2,2	-0,5	2,9
nov.	-4,3	0,1	0,0	4,0	2,5	-2,5	1,2	0,2	3,6	-13,0	-10,2	-1,7	-2,0	-1,4	3,0
dic.	-0,8	0,1	-0,2	4,2	2,4	-1,3	1,2	0,5	2,5	-11,3	-10,2	-1,5	-1,6	-0,3	3,0
2009 gen.	-6,6	0,3	0,1	3,4	2,1	-1,9	1,1	0,3	2,6	-14,0	-10,0	-1,7	-0,3	-0,7	0,3
feb.	-2,9	0,0	0,2	3,5	1,7	-0,8	1,2	0,3	1,9	-10,2	-8,7	-1,5	-0,3	-0,6	0,2
mar.	-2,1	.	.	.	.	-1,6	1,1	0,4	2,0	-10,0	-8,5	-1,7	0,4	-0,8	.

Fonte: Eurostat.

# 8

## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-21						TCE-41		
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2006	103,7	105,0	103,9	102,3	101,4	100,9	110,1	103,8	
2007	107,9	109,0	107,8	106,4	104,5	104,4	114,3	107,2	
2008	113,0	113,6	110,8	111,5	111,0	109,9	120,0	111,1	
2008 1° trim.	112,9	113,8	112,1	111,4	110,2	109,2	119,6	111,3	
2° trim.	116,0	116,6	113,9	114,4	113,6	112,7	122,9	114,1	
3° trim.	114,1	114,3	111,0	112,5	112,7	110,5	120,8	111,5	
4° trim.	109,1	109,6	106,2	107,8	107,4	107,0	116,7	107,7	
2009 1° trim.	111,9	112,2	107,8	.	.	.	120,1	110,5	
2008 mag.	115,8	116,5	113,8	-	-	-	122,7	113,8	
giu.	115,8	116,4	113,2	-	-	-	122,7	113,8	
lug.	116,2	116,6	113,2	-	-	-	123,2	113,9	
ago.	113,9	114,1	110,9	-	-	-	120,3	111,1	
set.	112,0	112,1	108,8	-	-	-	118,7	109,4	
ott.	107,9	108,3	105,2	-	-	-	115,4	106,4	
nov.	107,1	107,6	104,2	-	-	-	114,5	105,6	
dic.	112,4	112,8	109,2	-	-	-	120,3	110,9	
2009 gen.	111,9	112,3	108,1	-	-	-	119,9	110,4	
feb.	110,4	110,7	106,3	-	-	-	118,6	109,0	
mar.	113,3	113,5	108,8	-	-	-	121,6	111,8	
apr.	112,5	112,8	107,6	-	-	-	120,5	110,7	
mag.	113,0	113,3	107,9	-	-	-	120,9	111,0	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2009 mag.	0,5	0,5	0,2	-	-	-	0,4	0,3	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2009 mag.	-2,4	-2,7	-5,2	-	-	-	-1,4	-2,4	

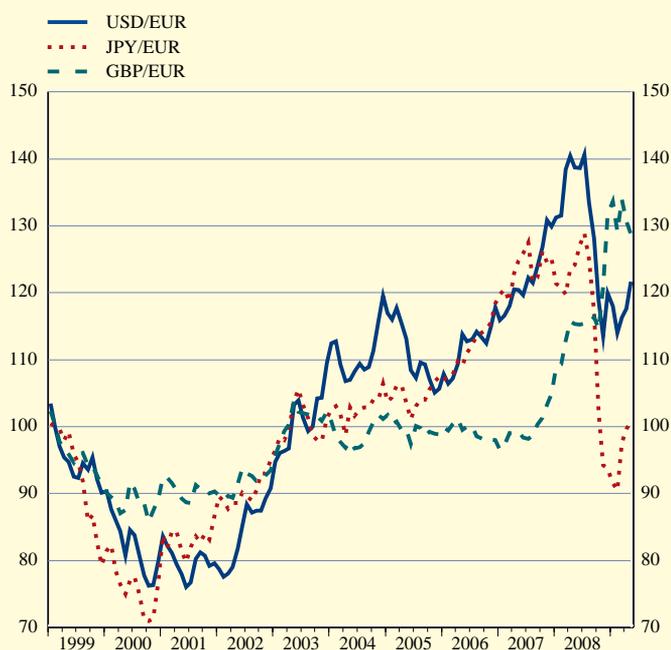
### F36 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



### F37 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.

**8.2 Tassi di cambio bilaterali**

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1.606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2008 3° trim.	7,4592	9,4738	0,79504	1,5050	161,83	1,6115	1.600,93	11,7372	2,1010	1,5650	8,0604	1,6955
4° trim.	7,4512	10,2335	0,83907	1,3180	126,71	1,5249	1.796,44	10,2191	1,9588	1,5916	8,9328	1,9606
2009 1° trim.	7,4514	10,9410	0,90878	1,3029	122,04	1,4977	1.847,59	10,1016	1,9709	1,6223	8,9472	1,9648
2008 nov.	7,4485	10,1275	0,83063	1,2732	123,28	1,5162	1.783,12	9,8687	1,9183	1,5509	8,8094	1,9381
dic.	7,4503	10,7538	0,90448	1,3449	122,51	1,5393	1.850,06	10,4240	1,9888	1,6600	9,4228	2,0105
2009 gen.	7,4519	10,7264	0,91819	1,3239	119,73	1,4935	1.801,97	10,2687	1,9742	1,6233	9,2164	1,9633
feb.	7,4514	10,9069	0,88691	1,2785	118,30	1,4904	1.843,90	9,9128	1,9411	1,5940	8,7838	1,9723
mar.	7,4509	11,1767	0,91966	1,3050	127,65	1,5083	1.894,48	10,1138	1,9949	1,6470	8,8388	1,9594
apr.	7,4491	10,8796	0,89756	1,3190	130,25	1,5147	1.760,14	10,2229	1,9823	1,6188	8,7867	1,8504
mag.	7,4468	10,5820	0,88445	1,3650	131,85	1,5118	1.710,18	10,5807	1,9939	1,5712	8,7943	1,7831
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2009 mag.	0,0	-2,7	-1,5	3,5	1,2	-0,2	-2,8	3,5	0,6	-2,9	0,1	-3,6
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2009 mag.	-0,2	13,7	11,7	-12,3	-18,8	-7,0	6,0	-12,8	-6,2	1,2	11,8	8,8
	Corona ceca	Corona estone	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Zloty polacco	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno	Kuna croata	Nuova lira turca		
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090		
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865		
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064		
2008 3° trim.	24,093	15,6466	0,7045	3,4528	236,07	3,3081	1,9558	3,5768	7,1827	1,8235		
4° trim.	25,344	15,6466	0,7090	3,4528	263,36	3,7658	1,9558	3,8165	7,1752	2,0261		
2009 1° trim.	27,601	15,6466	0,7061	3,4528	294,19	4,4988	1,9558	4,2682	7,4116	2,1635		
2008 nov.	25,193	15,6466	0,7092	3,4528	265,32	3,7326	1,9558	3,7838	7,1366	2,0342		
dic.	26,120	15,6466	0,7084	3,4528	265,02	4,0044	1,9558	3,9227	7,2245	2,0894		
2009 gen.	27,169	15,6466	0,7043	3,4528	279,86	4,2300	1,9558	4,2354	7,3603	2,1233		
feb.	28,461	15,6466	0,7056	3,4528	298,30	4,6467	1,9558	4,2864	7,4309	2,1280		
mar.	27,231	15,6466	0,7083	3,4528	304,14	4,6210	1,9558	4,2828	7,4430	2,2340		
apr.	26,774	15,6466	0,7093	3,4528	295,26	4,4326	1,9558	4,2041	7,4172	2,1277		
mag.	26,731	15,6466	0,7092	3,4528	281,93	4,4103	1,9558	4,1700	7,3515	2,1251		
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2009 mag.	-0,2	0,0	0,0	0,0	-4,5	-0,5	0,0	-0,8	-0,9	-0,1		
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2009 mag.	6,5	0,0	1,5	0,0	13,8	29,6	0,0	14,0	1,3	9,5		
	Real brasiliano <sup>1)</sup>	Yuan renminbi cinese	Corona islandese <sup>2)</sup>	Rupia indiana <sup>3)</sup>	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano <sup>1)</sup>	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sudafricano	Bath thailandese
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2006	2,7333	10,0096	87,76	56,844	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594
2007	2,6594	10,4178	87,63	56,419	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,614	14.165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2008 3° trim.	2,4986	10,2969	125,69	65,797	13.868,99	5,0209	15,5214	2,1094	68,422	36,4917	11,7055	50,959
4° trim.	3,0102	9,0155	261,87	64,007	14.469,21	4,6798	17,1856	2,2829	63,653	35,9649	13,0786	45,904
2009 1° trim.	3,0168	8,9066	-	64,795	15.174,96	4,7259	18,7267	2,4498	62,133	44,4165	12,9740	46,038
2008 nov.	2,8967	8,6950	242,95	62,144	14.984,85	4,5682	16,6735	2,2554	62,496	34,7964	12,8785	44,677
dic.	3,2266	9,2205	290,00	65,146	15.276,62	4,7755	18,0764	2,4119	64,505	37,8999	13,4275	47,107
2009 gen.	3,0596	9,0496	-	64,510	14.802,07	4,7291	18,3762	2,4132	62,354	42,3282	13,1255	46,218
feb.	2,9685	8,7406	-	62,885	15.233,33	4,6466	18,6536	2,4851	60,832	45,8079	12,8005	45,156
mar.	3,0198	8,9210	-	66,803	15.477,84	4,7949	19,1278	2,4527	63,105	45,1451	12,9870	46,667
apr.	2,9197	9,0110	-	66,047	14.552,65	4,7562	17,7645	2,3123	63,462	44,2135	11,8784	46,741
mag.	2,8232	9,3157	-	66,176	14.137,45	4,8057	17,9969	2,2663	64,600	43,5678	11,4475	47,241
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2009 mag.	-3,3	3,4	-	0,2	-2,9	1,0	1,3	-2,0	1,8	-1,5	-3,6	1,1
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2009 mag.	9,3	-14,1	-	0,9	-2,1	-4,0	10,8	13,3	-3,4	18,1	-3,6	-5,4

Fonte: BCE.

- 1) Per queste valute la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2008. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.
- 2) Il tasso di cambio più recente relativo alla Corona islandese si riferisce al 3 dicembre 2008.
- 3) Per questa valuta la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2009. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.

## 9

# INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

## 9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
IACP											
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,7	2,3
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2008 3° trim.	12,5	6,5	4,6	11,0	15,6	12,0	6,3	4,4	8,2	4,0	4,8
4° trim.	9,0	4,4	3,0	8,7	11,9	9,4	4,2	3,6	6,9	2,7	3,9
2009 1° trim.	5,1	1,5	1,7	3,7	9,0	8,4	2,7	3,6	6,8	2,1	3,0
2008 dic.	7,2	3,3	2,4	7,5	10,4	8,5	3,4	3,3	6,4	2,1	3,1
2009 gen.	6,0	1,4	1,7	4,7	9,7	9,5	2,4	3,2	6,8	2,0	3,0
feb.	5,4	1,3	1,7	3,9	9,4	8,5	2,9	3,6	6,9	2,2	3,2
mar.	4,0	1,7	1,6	2,5	7,9	7,4	2,8	4,0	6,7	1,9	2,9
apr.	3,8	1,3	1,1	0,9	5,9	5,9	3,2	4,3	6,5	1,8	2,3
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2006	3,0	-2,6	5,2	2,9	-0,5	-0,4	-9,2	-3,9	-2,2	2,5	-2,7
2007	0,1	-0,6	4,5	2,7	-0,4	-1,0	-4,9	-1,9	-2,5	3,8	-2,7
2008	1,5	-1,5	3,6	-3,0	-4,0	-3,2	-3,4	-3,9	-5,4	2,5	-5,5
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2006	22,7	29,6	31,3	4,3	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	45,9	43,4
2007	18,2	28,9	26,8	3,5	9,0	17,0	65,8	44,9	12,7	40,5	44,2
2008	14,1	29,8	33,3	4,8	19,5	15,6	73,0	47,1	13,6	38,0	52,0
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo											
2008 nov.	6,00	4,52	4,06	-	7,60	8,16	9,41	6,23	8,38	3,34	4,13
dic.	7,76	4,30	3,50	-	9,03	9,00	8,31	5,70	8,38	2,67	3,37
2009 gen.	7,14	4,21	3,44	-	10,64	13,95	8,76	5,46	9,23	2,80	3,17
feb.	7,09	4,74	3,55	-	11,50	14,50	10,65	5,97	8,42	2,93	3,23
mar.	7,73	5,16	3,44	-	11,32	14,50	11,65	6,22	9,38	2,94	3,00
apr.	7,24	5,25	3,50	-	11,15	14,50	10,63	6,19	9,77	3,18	3,16
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo											
2008 nov.	7,89	4,24	6,08	7,25	12,19	7,86	-	6,74	15,24	4,50	4,45
dic.	7,74	3,89	5,29	7,84	13,94	9,20	11,18	6,38	14,70	2,75	3,20
2009 gen.	7,03	3,14	4,44	7,28	11,86	8,67	9,80	5,49	14,48	2,23	2,32
feb.	6,61	2,50	3,86	6,90	10,65	7,19	-	4,69	14,61	1,52	2,09
mar.	6,58	2,49	3,28	7,11	12,08	7,11	-	4,30	14,49	1,16	1,83
apr.	6,05	2,50	2,94	6,51	12,43	6,94	9,56	4,20	13,61	1,00	1,53
PIL a prezzi costanti											
2007	6,2	6,0	1,6	6,3	10,0	8,9	1,2	6,8	6,2	2,6	3,0
2008	6,0	3,2	-1,1	-3,6	-4,6	3,0	0,6	4,9	7,1	-0,2	0,7
2008 3° trim.	6,8	2,9	-1,5	-3,5	-5,6	2,0	0,1	4,9	9,2	0,2	0,4
4° trim.	3,5	0,7	-3,6	-9,7	-10,4	-1,3	-1,7	2,6	2,9	-5,1	-2,0
2009 1° trim.	.	.	.	.	.	-11,8	-4,7	1,9	.	-6,4	-4,1
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL											
2007	-27,2	-2,6	0,7	-16,9	-20,6	-12,8	-5,3	-3,6	-12,9	8,5	-2,7
2008	-24,5	-2,2	2,3	-7,7	-11,2	-9,7	-7,3	-4,4	-11,8	8,2	-1,5
2008 3° trim.	-14,2	-3,0	4,2	-6,5	-11,0	-8,4	-9,2	-4,2	-10,9	9,1	-2,1
4° trim.	-28,7	-5,2	2,8	-3,5	-7,0	-2,9	-9,1	-5,0	-8,3	7,7	-1,6
2009 1° trim.	.	.	.	.	.	4,1	.	2,7	.	10,5	.
Costo del lavoro per unità di prodotto											
2007	14,2	3,1	4,2	19,8	27,0	10,3	5,2	1,6	14,6	4,7	1,4
2008	16,2	4,2	7,0	17,5	23,2	10,6	5,8	6,2	15,1	2,6	2,6
2008 3° trim.	13,0	2,9	.	19,6	24,5	12,0	-	-	-	2,0	1,1
4° trim.	17,5	4,6	.	13,8	18,5	9,3	-	-	-	6,0	1,6
2009 1° trim.	.	.	.	.	.	.	-	-	-	8,2	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)											
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,3	9,6	6,4	6,1	5,3
2008	5,6	4,4	3,4	5,6	7,6	6,0	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2008 3° trim.	5,3	4,3	3,3	6,4	7,5	6,3	7,9	6,9	5,7	6,1	5,8
4° trim.	5,2	4,5	3,8	7,7	10,4	8,4	8,1	6,9	5,8	6,9	6,3
2009 1° trim.	5,6	5,2	4,7	11,1	14,6	13,4	8,9	7,5	.	7,7	.
2008 dic.	5,3	4,7	4,1	8,4	11,5	9,7	8,3	7,0	5,8	7,0	6,5
2009 gen.	5,3	4,9	4,4	9,8	13,2	11,5	8,5	7,2	.	7,4	6,7
feb.	5,6	5,2	4,6	11,1	14,6	13,5	8,8	7,5	.	7,7	6,9
mar.	5,9	5,5	5,1	12,4	16,1	15,2	9,3	7,7	.	8,1	.
apr.	6,2	5,7	5,5	13,9	17,4	16,8	9,6	7,8	.	8,5	.

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Reuters ed elaborazioni della BCE.

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

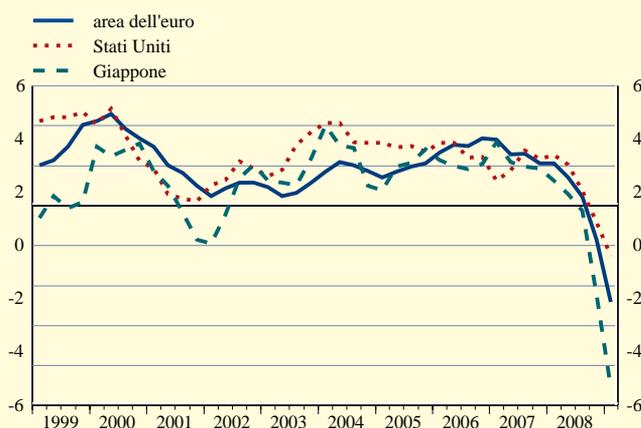
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup>	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero (dati di fine periodo)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2005	3,4	2,2	2,9	4,2	5,1	4,3	3,57	4,84	1,2441	-3,3	49,1
2006	3,2	2,8	2,8	2,7	4,6	5,0	5,20	5,41	1,2556	-2,2	48,5
2007	2,9	2,7	2,0	1,6	4,6	5,7	5,30	5,35	1,3705	-2,9	49,3
2008	3,8	0,9	1,1	-3,1	5,8	6,7	2,93	4,39	1,4708	-5,9	56,8
2008 1° trim.	4,1	0,0	2,5	1,3	4,9	6,3	3,29	4,48	1,4976	-4,0	50,4
2° trim.	4,4	0,2	2,1	-0,9	5,4	6,3	2,75	4,66	1,5622	-5,7	49,6
3° trim.	5,3	1,7	0,7	-3,9	6,1	6,0	2,91	4,69	1,5050	-5,9	52,8
4° trim.	1,6	1,8	-0,8	-8,7	6,9	8,3	2,77	3,71	1,3180	-8,0	56,8
2009 1° trim.	0,0	2,4	-2,5	-13,9	8,1	9,6	1,24	3,03	1,3029	.	.
2009 gen.	0,0	-	-	-13,6	7,6	10,0	1,21	2,75	1,3239	-	-
feb.	0,2	-	-	-13,2	8,1	9,4	1,24	3,20	1,2785	-	-
mar.	-0,4	-	-	-14,8	8,5	9,4	1,27	3,15	1,3050	-	-
apr.	-0,7	-	-	-14,3	8,9	8,5	1,11	3,17	1,3190	-	-
mag.	.	-	-	.	.	.	0,82	3,54	1,3650	-	-
Giappone											
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,49	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,5	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,98	146,02	-1,6	160,0
2007	0,1	-1,1	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,89	161,25	-2,5	156,1
2008	1,4	1,7	-0,7	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,67	152,45	.	.
2008 1° trim.	1,0	0,6	1,3	2,4	3,9	2,2	0,92	1,61	157,80	.	.
2° trim.	1,4	0,6	0,6	0,8	4,0	2,0	0,92	1,85	163,35	.	.
3° trim.	2,2	1,3	-0,2	-1,4	4,0	2,2	0,90	1,75	161,83	.	.
4° trim.	1,0	4,4	-4,5	-14,6	4,0	1,8	0,96	1,46	126,71	.	.
2009 1° trim.	-0,1	.	-9,1	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,24	122,04	.	.
2009 gen.	0,0	-	-	-31,0	4,2	2,0	0,73	1,27	119,73	-	-
feb.	-0,1	-	-	-38,4	4,4	2,1	0,64	1,20	118,30	-	-
mar.	-0,3	-	-	-34,2	4,8	2,2	0,62	1,26	127,65	-	-
apr.	-0,1	-	-	-31,2	.	2,7	0,57	1,41	130,25	-	-
mag.	.	-	-	.	.	.	0,53	1,38	131,85	-	-

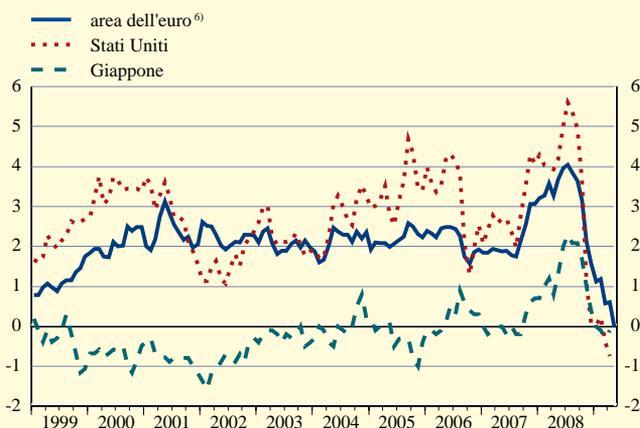
### F38 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### F39 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.
- 2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 3) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi cfr. la sezione 4.6.

- 4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.
- 5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
- 6) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

## LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	<b>S12</b>
F2	Contropartite	<b>S12</b>
F3	Componenti degli aggregati monetari	<b>S13</b>
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	<b>S13</b>
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e alle società non finanziarie	<b>S14</b>
F6	Prestiti alle famiglie	<b>S15</b>
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	<b>S16</b>
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	<b>S16</b>
F9	Depositi totali per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F11	Depositi totali per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	<b>S19</b>
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	<b>S20</b>
F15	Attività totali dei fondi di investimento	<b>S24</b>
F16	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	<b>S35</b>
F17	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	<b>S37</b>
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S38</b>
F19	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S39</b>
F20	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	<b>S40</b>
F21	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	<b>S41</b>
F22	Nuovi depositi con durata prestabilita	<b>S43</b>
F23	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	<b>S43</b>
F24	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	<b>S44</b>
F25	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	<b>S44</b>
F26	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F27	Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F28	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	<b>S46</b>
F29	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	<b>S59</b>
F30	Debito (definizione di Maastricht)	<b>S59</b>
F31	Saldi di conto corrente	<b>S60</b>
F32	Conto dei beni	<b>S60</b>
F33	Conto dei servizi	<b>S61</b>
F34	Investimenti diretti e di portafoglio	<b>S61</b>
F35	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	<b>S69</b>
F36	Tassi di cambio effettivi	<b>S72</b>
F37	Tassi di cambio bilaterali	<b>S72</b>
F38	PIL a prezzi costanti	<b>S75</b>
F39	Indici dei prezzi al consumo	<b>S75</b>

## NOTE TECNICHE

### RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

$$(a) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze corrette al mese  $t$  (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con  $L_t$  le consistenze alla fine del mese  $t$ , con  $C_t^M$  la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese  $t$ , con  $E_t^M$  la correzione per la variazione del tasso di cambio e con  $V_t^M$  gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni  $F_t^M$  nel mese  $t$  sono definite come:

$$(c) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali  $F_t^Q$  per il trimestre che termina nel mese  $t$  sono definite come:

$$(d) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove  $L_{t-3}$  rappresenta le consistenze alla fine del mese  $t-3$  (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio,  $C_t^Q$  è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese  $t$ .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per  $F_t^M$  e  $L_t$  le definizioni fornite in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(e) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(f) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2006.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente  $a_t^M$  può essere calcolato come:

$$(h) a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo  $F_t^Q$  e  $L_{t-3}$  come in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese  $t$  è definito come:

$$(i) I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese  $t$ , cioè  $a_t$ , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA<sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI DA 3.1 A 3.5

#### UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella tavola 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per ciò che attiene alle transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Analogamente questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

#### CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle tavole 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.

3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Il margine operativo lordo e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo lordo e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito solo per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno i investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra

tali saldi calcolati a partire rispettivamente dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta. Tale saldo attualmente esclude le altre variazioni nelle attività non finanziarie a causa della indisponibilità di dati.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come totale delle attività finanziarie meno totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Infine, le variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività; le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nella passività.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con  $N_t^M$  le transazioni (emissioni nette) nel mese  $t$  e con  $L_t$  il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese  $t$ , l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” e le equivalenti “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

$$(m) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze nozionali al mese  $t$ . Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(n) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono ri-classificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

## DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA 2). La destagionalizzazione è effettuata, per le emissioni totali di titoli, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Similmente a quanto riportato nelle formule l) e m), il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(o) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(p) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

## RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industria-

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

li non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

## RELATIVE ALLA TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

### DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). I dati grezzi sui beni, sui servizi e sui redditi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del con-

to corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

## RELATIVE ALLA SEZIONE 7.3

### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre  $t$  si calcola sulla base delle posizioni ( $L_t$ ) e delle transazioni trimestrali ( $F_t$ ), utilizzando la seguente formula:

$$(q) \quad a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo quadrimestre dell'anno.



## NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)). Sul sito è possibile avere facilmente accesso ai dati mediante il *Data Warehouse* statistico della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 3 giugno 2009.

Tutti i dati relativi al 2009 si riferiscono agli Euro 16 (ovvero all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per l'anno di ingresso nell'area dell'euro di Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro (2008), Malta (2008) e Slovacchia (2009), calcolate su basi che coprono l'anno precedente quello di ingresso, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dell'entrata di tali paesi nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovacchia sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

Le serie statistiche che fanno riferimento alla composizione evolutiva dell'area dell'euro si

basano sulla quella che era la composizione dell'area nel periodo al quale le stesse si riferiscono. Pertanto, i dati antecedenti il 2001 si riferiscono agli Euro 11, ovvero, ai seguenti 11 stati membri dell'UE: Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. I dati dal 2001 al 2006, si riferiscono agli Euro 12, ovvero gli Euro 11 più la Grecia. I dati del 2007 si riferiscono agli Euro 13, ovvero gli Euro 12 più la Slovenia. I dati del 2008 si riferiscono agli Euro 15, ovvero gli Euro 13 più Cipro e Malta, mentre i dati a partire dal 2009 si riferiscono agli Euro 16, ovvero gli Euro 15 più la Slovacchia.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del

Sistema europeo di contabilità nazionale del 1995 (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell’FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, rivalutazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione “fino a  $n$  anni” equivale a “non superiore a  $n$  anni”.

#### PRINCIPALI INDICATORI

L’andamento dei principali indicatori economici per l’area dell’euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

#### STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell’ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell’anno/trimestre.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell’area dell’euro soggette all’obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) partecipanti sono escluse dall’aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell’ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall’aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L’ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell’area dell’euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell’Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell’area dell’euro presso l’Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell’Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l’emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell’UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell’Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote

e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

## MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli

aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nell'appendice: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie<sup>1)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10<sup>2)</sup>.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

#### CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni non a fini di lucro a servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non stagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema Europeo dei Conti 1995 (SEC 95).

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi, che dà conto di come l'attività produttiva si trasforma in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il

saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto / indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ciascun singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i cosiddetti conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari e per le società di assicurazione e fondi pensione.

## MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli per le quali i dati si riferiscono agli Euro 16 (ovvero, gli Euro 15 più la Slovacchia) per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali,

la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non ché di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde e emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti

nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a "zero coupon" e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi d'interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM

dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* fino a dicembre 1998, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999, la colonna 1 riporta l'indice medio *overnight* dell'euro (Eonia). Questi sono dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con *rating* AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello

di Svensson<sup>3)</sup>. Sono disponibili anche gli *spreads* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, presso il quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

## I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio

(sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine<sup>4)</sup>. A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classificazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici<sup>5)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007<sup>6)</sup>. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi ex-fabbrica e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime

3) Svensson, L. E., 1994, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 1051.

4) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

5) G.U. L. 393 del 30.12.2006, pag. 1.

6) G.U. L. 155 del 15.6.2007, pag. 3.

ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle materie prime della BCE, cfr. il riquadro 10 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro<sup>7)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>8)</sup>. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio (al netto delle vendite di veicoli a motore e motocicli), ad esclusione del carburante per autotrazione. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali. La serie per l'area dell'euro non include Cipro e Malta.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (cfr. tavola 2 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

## FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni 6.4 e 6.5,

7) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

8) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000<sup>9)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche<sup>10)</sup>. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione

patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>11)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>12)</sup>. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p/p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre un segno positivo nel conto finanziario indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo Bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale

9) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

10) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

11) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

12) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

sull'estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicati con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 8 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE esterni all'euro e aree o paesi esterni all'Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all'India e alla Russia. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

Le statistiche relative alla b.d.p. e alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.3 sono redatte

sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell'area dell'euro, considerando l'area dell'euro considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile, il riquadro 5 del Bollettino mensile di gennaio 2007 e il riquadro 6 del numero di gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla scomposizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne 5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale le transazioni di b.d.p. riflettono le transazioni nella contropartita estera di M3. Tra le passività degli investimenti di portafoglio (colonne 5 e 6), le transazioni includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM nell'area dell'euro, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. I dati in valore e gli indici di volume sono stagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic cate-

gories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni da 7.1 a 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell'output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L'indice dei prezzi all'importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall'esterno dell'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza fine di lucro. Riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore (c.i.f.) al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell'area dell'euro verso il mercato esterno all'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici

riflettono il prezzo f.o.b. (*free on board*) espresso in euro e calcolato ai confini dell'area dell'euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l'IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

## TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-21 è composto dagli 11 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-41 comprende quelli del TCE-21 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Islan-

da, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Thailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 8 *I tassi di cambio effettivi dell'euro dopo il recente allargamento dell'area dell'euro e dell'UE*, nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldrini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute. Nella colonna 26 è stato inserito per la prima volta il tasso di cambio della rupia indiana nei confronti dell'euro. I valori precedenti al 1° gennaio 2009 sono tuttavia da considerarsi indicativi.

## EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

## ALLEGATI

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <sup>1)</sup>

### 11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

### 8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

### 12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

### 6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

### 5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007, 10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 6 MARZO, 10 APRILE, 8 MAGGIO E 5 GIUGNO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

### 3 LUGLIO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2008. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 9 luglio 2007.

### 7 AGOSTO, 4 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,25, al 5,25 e al 3,25 per cento, rispettivamente.

### 8 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 50 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 15 ottobre 2008. In aggiunta, decide di ridurre di 50 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento mar-

<sup>1)</sup> La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2006 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto Annuale della BCE.

ginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, con effetto immediato. Inoltre il Consiglio direttivo decide che, a partire dall'operazione con regolamento il 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali saranno condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Inoltre, dal 9 ottobre la BCE riduce da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Le due misure resteranno in vigore per la durata necessaria e almeno fino alla fine del primo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 20 gennaio.

#### **15 OTTOBRE 2008**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ampliare ulteriormente lo schema delle garanzie e di accrescere l'erogazione di liquidità. A tal fine, il Consiglio direttivo decide di: a) ampliare la lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema fino alla fine del 2009; b) di accrescere l'erogazione di rifinanziamento a più lungo termine, con effetto dal 30 ottobre 2008 e fino alla fine del primo trimestre 2009; c) di fornire liquidità in dollari statunitensi mediante *swap* in valuta.

#### **6 NOVEMBRE 2008**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 novembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 50 punti base, rispettivamente al 3,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 12 novembre 2008.

#### **4 DICEMBRE 2008**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifi-

nanziamento principali di 75 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 10 dicembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 75 punti base, rispettivamente al 3,00 e al 2,00 per cento, a decorrere dal 10 dicembre 2008.

#### **18 DICEMBRE 2008**

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha deciso che le operazioni di rifinanziamento principali continueranno a essere condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo, oltre il periodo di mantenimento delle riserve che termina il 20 gennaio 2009. Questa misura resterà in vigore per la durata necessaria e almeno fino all'ultima aggiudicazione del terzo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 31 marzo. Dal 21 gennaio il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, che il 9 ottobre 2008 è stato ridotto a 100 punti base intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali, sarà riampliato simmetricamente a 200 punti base.

#### **15 GENNAIO 2009**

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 2,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 21 gennaio 2009. Ha inoltre fissato il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 3,00 per cento e all'1,00 per cento, con effetto dal 21 gennaio 2009, in conformità alla decisione del 18 dicembre 2008.

#### **5 FEBBRAIO 2009**

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento margi-

nale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,00, al 3,00 e all'1,00 per cento, rispettivamente.

#### **5 MARZO 2009**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dalle operazioni con regolamento 11 marzo 2009. In aggiunta, decide di fissare i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente, al 2,50 e allo 0,50 per cento, a decorrere dall'11 marzo 2009. Inoltre, il Consiglio direttivo decide di continuare a svolgere aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento principali, per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale e per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine regolari e supplementari, finché necessario e comunque oltre la fine del 2009. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di confermare la frequenza e il profilo di scadenza attuali delle operazioni a più lungo termine supplementari e delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale finché necessario e comunque oltre la fine del 2009.

#### **2 APRILE 2009**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25%, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 aprile 2009. In aggiunta, decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la

banca centrale rispettivamente al 2,25% e allo 0,25%, con effetto dall'8 aprile 2009.

#### **7 MAGGIO 2009**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 13 maggio 2009. Inoltre decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base, all'1,75 per cento, con effetto dal 13 maggio 2009, e di lasciare invariato allo 0,25 per cento il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale. In aggiunta, il Consiglio direttivo della BCE decide di portare avanti la propria linea di maggior sostegno al credito. In particolare, stabilisce che l'Eurosistema condurrà operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a un anno con procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo, finalizzate all'immissione di liquidità. Infine, decide in linea di principio l'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area.

#### **4 GIUGNO 2009**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Inoltre il Consiglio direttivo della BCE stabilisce le modalità tecniche relative all'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area, deciso il 7 maggio 2009.





# DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2008

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2008. Per i *Working Paper*, che da gennaio 2009 (dal numero 989 in poi) sono disponibili solo online, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra marzo e maggio 2009. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

## RAPPORTO ANNUALE

*Rapporto annuale 2007*, aprile 2008.

*Rapporto annuale 2008*, aprile 2009.

## RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

*Rapporto sulla convergenza maggio 2008*.

## EDIZIONE SPECIALE DEL BOLLETTINO MENSILE

*10° Anniversario della BCE*, maggio 2008.

## ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

*Andamento della produttività e politica monetaria*, gennaio 2008.

*Globalizzazione, interscambio e contesto macroeconomico dell'area dell'euro*, gennaio 2008.

*L'esperienza dell'Eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso*, gennaio 2008.

*L'analisi del mercato monetario in euro in una prospettiva di politica monetaria*, febbraio 2008.

*La cartolarizzazione nell'area dell'euro*, febbraio 2008.

*Le nuove curve dei rendimenti dell'area dell'euro*, febbraio 2008.

*Attività di investimento delle imprese dell'area dell'euro e ruolo della loro situazione finanziaria*, aprile 2008.

*Previsioni a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro*, aprile 2008.

*Sviluppi degli accordi comunitari in materia di stabilità finanziaria*, aprile 2008.

*Stabilità dei prezzi e crescita economica*, maggio 2008.

*Le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema durante la recente fase di volatilità sui mercati finanziari*, maggio 2008.

*Una sola politica monetaria e numerose politiche di bilancio: come assicurare il regolare funzionamento dell'UEM*, luglio 2008.

*Interscambio di servizi dell'area dell'euro: alcuni importanti fatti stilizzati*, luglio 2008.

*L'assistenza tecnica dell'Eurosistema alle regioni limitrofe all'UE*, luglio 2008.

*La dimensione esterna dell'analisi monetaria*, agosto 2008.

*Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria*, agosto 2008.

*I dieci anni del Patto di stabilità e crescita*, ottobre 2008.

*Le fusioni e acquisizioni bancarie transfrontaliere e il ruolo degli investitori istituzionali*, ottobre 2008.

*Il monitoraggio dell'andamento del costo del lavoro nei paesi dell'area dell'euro*, novembre 2008.

*Valutazione dei mercati azionari e premio per il rischio azionario*, novembre 2008.  
*I dieci anni di Target e l'avvio di Target2*, novembre 2008.  
*Ricchezza immobiliare e consumi privati nell'area dell'euro*, gennaio 2009.  
*Accumulo di attività estere da parte delle autorità di paesi emergenti*, gennaio 2009.  
*I risultati di una nuova indagine sul processo di formazione dei salari in Europa*, febbraio 2009.  
*Una valutazione delle tendenze mondiali in tema di protezionismo*, febbraio 2009.  
*Il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti*, aprile 2009.  
*Le revisioni delle stime del PIL nell'area dell'euro*, aprile 2009.  
*Ripartizione per funzione della spesa pubblica nell'Unione Europea*, aprile 2009.  
*Aspettative e conduzione della politica monetaria*, maggio 2009.  
*Cinque anni di appartenenza all'UE*, maggio 2009.  
*Le agenzie di rating: sviluppi e questioni di policy*, maggio 2009.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

#### **LEGAL WORKING PAPER SERIES**

- 6 *The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law*, di S. Kerjean, giugno 2008.
- 7 *Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects*, di P. Athanassiou e N. Mas-Guix, luglio 2008.

#### **OCCASIONAL PAPER SERIES**

- 78 *A framework for assessing global imbalances*, di T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora e R. Straub, gennaio 2008.
- 79 *The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues*, di P. Moutot, A. Jung e F. P. Mongelli, gennaio 2008.
- 80 *China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium*, di M. Bussière e A. Mehl, gennaio 2008.
- 81 *Measuring financial integration in new EU Member States*, di M. Baltzer, L. Capiello, R. A. De Santis e S. Manganelli, marzo 2008.
- 82 *The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation*, di L. Capiello e G. Ferrucci, marzo 2008.
- 83 *The predictability of monetary policy*, di T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch e J. Turunen, marzo 2008.
- 84 *Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise*, di G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk e C. Van Nieuwenhuyze, maggio 2008.
- 85 *Benchmarking the Lisbon strategy*, di D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca e W. Coussens, maggio 2008.
- 86 *Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach*, di M. M. Borys, É. K. Polgár e A. Zlate, giugno 2008.
- 87 *Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges*, a cura di una Task Force del Comitato per la Politica Monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali, giugno 2008.

- 88 *Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia*, di S. Herrmann e A. Winkler, giugno 2008.
- 89 *An analysis of youth unemployment in the euro area*, di R. Gomez-Salvador e N. Leiner-Killinger, giugno 2008.
- 90 *Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts*, di M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi e N. Vidalis, luglio 2008.
- 91 *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*, di R. Beck e M. Fidora, luglio 2008.
- 92 *The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy*, di M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf e D. Peschel, luglio 2008.
- 93 *Russia, EU enlargement and the euro*, di Z. Polański e A. Winkler, agosto 2008.
- 94 *The changing role of the exchange rate in a globalised economy*, di F. di Mauro, R. Ruffer e I. Bunda, settembre 2008.
- 95 *Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems*, del gruppo di esperti del Comitato per le relazioni internazionali sulle sfide per la stabilità finanziaria nei paesi candidati, settembre 2008.
- 96 *The monetary presentation of the euro area balance of payments*, di L. Bê Duc, F. Mayerlen e P. Sola, settembre 2008.
- 97 *Globalisation and the competitiveness of the euro area*, di F. di Mauro e K. Forster, settembre 2008.
- 98 *Will oil prices decline over the long run?*, di R. Kaufmann, P. Karadeloglou e F. di Mauro, ottobre 2008.
- 99 *The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches*, di A. M. Agresti, P. Baudino e P. Poloni, novembre 2008.
- 100 *Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use*, a cura del Household Finance and Consumption Network dell'Eurosistema, gennaio 2009.
- 101 *Housing finance in the euro area*, a cura di una Task Force del Comitato per la Politica Monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali, marzo 2009.
- 102 *Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications*, di E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabàrbara, aprile 2009.
- 103 *Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets*, di R. Ritter, aprile 2009.

#### RESEARCH BULLETIN

*Research Bulletin n. 7*, giugno 2008.

*Research Bulletin n. 8*, marzo 2009.

#### WORKING PAPER SERIES

- 1016 *When does lumpy factor adjustment matter for aggregate dynamics?*, di S. Fahr e F. Yao, marzo 2009.
- 1017 *Optimal prediction pools*, di J. Geweke e G. Amisano, marzo 2009.
- 1018 *Cross-border mergers and acquisitions: financial and institutional forces*, di N. Coeurdacier, R. A. De Santis e A. Aviat, marzo 2009.
- 1019 *What drives returns to euro area housing? Evidence from a dynamic dividend-discount model*, di P. Hiebert e M. Sydow, marzo 2009.
- 1020 *Opting out of the Great Inflation: German monetary policy after the breakdown of Bretton Woods*, di A. Beyer, V. Gaspar, C. Gerberding e O. Issing, marzo 2009.

- 1021 *Rigid labour compensation and flexible employment? Firm-level evidence with regard to productivity for Belgium*, di C. Fuss e L. Wintr, marzo 2009.
- 1022 *Understanding inter-industry wage structures in the euro area*, di V. Genre, K. Kohn e D. Momferatou, marzo 2009.
- 1023 *Bank loan announcements and borrower stock returns: does bank origin matter?*, di S. Ongena e V. Roscovan, marzo 2009.
- 1024 *Funding liquidity risk: definition and measurement*, di M. Drehmann e K. Nikolaou, marzo 2009.
- 1025 *Liquidity risk premia in unsecured interbank money markets*, di J. Eisenschmidt e J. Tapking, marzo 2009.
- 1026 *Do house price developments spill over across euro area countries? Evidence from a global VAR*, di I. Vansteenkiste e P. Hiebert, marzo 2009.
- 1027 *Long-run evidence on money growth and inflation*, di L. Benati, marzo 2009.
- 1028 *Large debt financing: syndicated loans versus corporate bonds*, di Y. Altunba, A. Kara e D. Marqués-Ibáñez, marzo 2009.
- 1029 *The role of fiscal transfers for regional economic convergence in Europe*, di C. Checherita, C. Nickel e P. Rother, marzo 2009.
- 1030 *Forecast evaluation of small nested model sets*, di K. Hubrich e K. D. West, marzo 2009.
- 1031 *Global roles of currencies*, di C. Thimann, marzo 2009.
- 1032 *Assessing long-term fiscal developments: a new approach*, di A. Afonso, L. Agnello, D. Furceri e R. Sousa, marzo 2009.
- 1033 *Fiscal competition over taxes and public inputs: theory and evidence*, di S. Hauptmeier, F. Mittermaier e J. Rincke, marzo 2009.
- 1034 *The role of the United States in the global economy and its evolution over time*, di S. Déés e A. Saint-Guilhem, marzo 2009.
- 1035 *The role of labour markets for euro area monetary policy*, di K. Christoffel, K. Kuester e T. Linzert, marzo 2009.
- 1036 *Search in the product market and the real business cycle*, di T. Y. Mathä e O. Pierrard, marzo 2009.
- 1037 *What do asset prices have to say about risk appetite and uncertainty?*, di G. Bekaert, M. Hoerova e M. Scheicher, marzo 2009.
- 1038 *Are 'intrinsic inflation persistence' models structural in the sense of Lucas (1976)?*, di L. Benati, marzo 2009.
- 1039 *'Real Time' early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity*, di L. Alessi e C. Detken, marzo 2009.
- 1040 *The external and domestic side of macroeconomic adjustment in China*, di R. Straub e C. Thimann, marzo 2009.
- 1041 *An economic capital model integrating credit and interest rate risk in the banking book*, di P. Alessandri e M. Drehmann, aprile 2009.
- 1042 *The determinants of public deficit volatility*, di L. Agnello e R. M. Sousa, aprile 2009.
- 1043 *Optimal monetary policy in a model of the credit channel*, di F. De Fiore e O. Tristani, aprile 2009.
- 1044 *The forecasting power of international yield curve linkages*, di M. Modugno e K. Nikolaou, aprile 2009.
- 1045 *The term structure of equity premia in an affine arbitrage-free model of bond and stock market dynamics*, di W. Lemke e T. Werner, aprile 2009.
- 1046 *Productivity shocks and real exchange rates: a reappraisal*, di T. A. Peltonen e M. Sager, aprile 2009.
- 1047 *The impact of reference norms on inflation persistence when wages are staggered*, di M. Knell e A. Stiglbauer, aprile 2009.

- 1048 *Downward wage rigidity and optimal steady-state inflation*, di G. Fagan e J. Messina, aprile 2009.
- 1049 *Labour force participation in the euro area: a cohort-based analysis*, di A. Balleer, R. Gómez-Salvador e J. Turunen, maggio 2009.
- 1050 *Wealth effects on consumption: evidence from the euro area*, di R. M. Sousa, maggio 2009.
- 1051 *Are more data always better for factor analysis? Results for the euro area, the six largest euro area countries and the United Kingdom*, di G. Caggiano, G. Kapetanios e V. Labhard, maggio 2009.
- 1052 *Bidding behaviour in the ECB's main refinancing operations during the financial crisis*, di J. Eisenschmidt, A. Hirsch e T. Linzert, maggio 2009.
- 1053 *Inflation dynamics with labour market matching: assessing alternative specifications*, di K. Christoffel, J. Costain, G. de Walque, K. Kuester, T. Linzert, S. Millard e O. Pierrard, maggio 2009.
- 1054 *Fiscal behaviour in the European Union: rules, fiscal decentralisation and government indebtedness*, di A. Afonso e S. Hauptmeier, maggio 2009.
- 1055 *The impact of extreme weather events on budget balances and implications for fiscal policy*, di E. M. Lis e C. Nickel, maggio 2009.
- 1056 *The pricing of sub-prime mortgage risk in good times and bad: evidence from the ABX.HE indices*, di I. Fender e M. Scheicher, maggio 2009.
- 1057 *Euro area private consumption: is there a role for housing wealth effects?*, di F. Skudelny, maggio 2009.
- 1058 *National prices and wage-setting in a currency union*, di M. Sánchez, maggio 2009.

#### ALTRE PUBBLICAZIONI

*Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union*, gennaio 2008 (disponibile solo online).

*Oversight framework for card payment schemes – standards*, gennaio 2008 (disponibile solo online).

*The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006*, febbraio 2008.

*Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report*, marzo 2008 (disponibile solo online).

*ECB statistics quality framework (SQF)*, aprile 2008 (disponibile solo online).

*Quality assurance procedures within the ECB statistical function*, aprile 2008 (disponibile solo online).

*ECB statistics – an overview*, aprile 2008 (disponibile solo online).

*TARGET Annual Report 2007*, aprile 2008 (disponibile solo online).

*Financial integration in Europe*, aprile 2008.

*Financial Stability Review*, giugno 2008.

*Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges*, giugno 2008.

*The international role of the euro*, luglio 2008 (disponibile solo online).

*Payment systems and market infrastructure oversight report*, luglio 2008 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament*, luglio 2008 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament*, luglio 2008 (disponibile solo online).

*Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments*, luglio 2008.

*CCBM2 User Requirements 4.1*, luglio 2008 (disponibile solo online).

*Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007*, settembre 2008.

*New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, settembre 2008 (disponibile solo online).

*Commission's draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation*, settembre 2008 (disponibile solo online).

*Euro money market survey*, settembre 2008 (disponibile solo online).

*EU banking structures*, ottobre 2008 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr Mario Borghezio, Member of the European Parliament*, ottobre 2008 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament*, ottobre 2008 (disponibile solo online).

*A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008*, novembre 2008.

*The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, novembre 2008.

*The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of “legally and operationally located in the euro area”*, novembre 2008 (disponibile solo online).

*Single Euro Payments Area – sixth progress report*, novembre 2008 (disponibile solo online).

*EU banks' liquidity stress-testing and contingency funding plans*, novembre 2008 (disponibile solo online).

*Government finance statistics guide*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Financial Stability Review*, dicembre 2008.

*Covered bonds in the EU financial system*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*The incentive structure of the ‘originate and distribute’ model*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties*, dicembre 2008 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr. Robert Sturdy, Member of the European Parliament*, gennaio 2009 (disponibile solo online).

*Euro money market study 2008*, febbraio 2009 (disponibile solo online).

*Eurosystem oversight policy framework*, febbraio 2009 (disponibile solo online).

*Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments*, febbraio 2009 (disponibile solo online).

*European Commission's consultation on hedge funds – Eurosystem contribution*, febbraio 2009 (disponibile solo online).

*Guiding principles for bank asset support schemes*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Eurosystem's SEPA expectations*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Housing finance in the euro area*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report*, marzo 2009 (disponibile solo online).

*Manual on investment fund statistics*, maggio 2009 (disponibile solo online).

*EU banks' funding structures and policies*, maggio 2009 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament*, maggio 2009 (disponibile solo online).

*TARGET2 oversight assessment report*, maggio 2009 (disponibile solo online).

*TARGET Annual Report*, maggio 2009 (disponibile solo online).

*The ECB's advisory role – overview of opinions (1994-2008)*, maggio 2009.

#### **OPUSCOLI INFORMATIVI**

*The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks*, aprile 2008.

*La stabilità dei prezzi: perché è importante per te*, giugno 2008.

*A single currency – an integrated market infrastructure*, settembre 2008.

*The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks*, aprile 2009.

*La stabilità dei prezzi: perché è importante per te*, aprile 2009.



## GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [*other investment*]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti e altri conti attivi e passivi.

**Amministrazioni pubbliche [*general government*]:** in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

**Area dell'euro [*euro area*]:** l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato che istituisce la Comunità europea.

**Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

**Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]:** procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

**Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]:** le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

**Azioni [*equities*]:** titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]:** prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

**Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

**Cancellazione [*write-off*]:** rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

**Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]:** esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

**Conti capitale [capital accounts]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non-finanziarie.

**Conto capitale [capital account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

**Conto corrente [current account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

**Conti finanziari [financial accounts]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

**Conto finanziario [financial account]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

**Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]:** indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definito come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]:** prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

**Curva dei rendimenti [yield curve]:** rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppia di scadenze.

**Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]:** i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

**Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]:** il debito lordo (depositi, prestiti e titoli di debito esclusi i prodotti finanziari derivati) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

**Deflazione [*deflation*]:** calo del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]:** categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso una BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

**Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]:** l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

**Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]:** misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario overnight in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

**Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]:** tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi.

**Eurosistema [*Eurosystem*]:** il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE che hanno già introdotto l'euro.

**Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]:** assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

**Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]:** fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria, quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

**Forze di lavoro [*labour force*]:** il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

**IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]:** istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

**Impieghi disponibili [*job vacancies*]:** termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

**Indagini della Commissione europea [European Commission surveys]:** indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

**Indagine sul credito bancario [Bank lending survey (BLS)]:** indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

**Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [Eurozone purchasing managers' surveys]:** indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività in attesa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi BCE.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)]:** indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

**Indice del costo orario del lavoro [hourly labour cost index]:** indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposti dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

**Indice delle retribuzioni contrattuali [index of negotiated wages]:** misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

**Inflazione [inflation]:** aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

**Investimenti di portafoglio [portfolio investment]:** transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti (“attività”) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti (“passività”). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e notes, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

**Investimenti diretti [*direct investment*]:** investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro").

**M1:** aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

**M2:** aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

**M3:** aggregato monetario ampio che ci compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

**Nuovi accordi europei di cambio AEC II [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]:** accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM BCE.

**Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

**Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]:** tipo di operazione attivabile su iniziativa delle controparti messo a disposizione dall'Eurosistema, attraverso cui le controparti possono ottenere da una BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito overnight a fronte di attività idonee.

**Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

**Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]:** tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

**Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (p.p.p.)*]:** tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

**Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]:** depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

**Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]:** i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, escluse le importazioni.

**Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]:** il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

**Produttività del lavoro [*labour productivity*]:** la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

**Produzione industriale [*industrial production*]:** il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

**Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]:** la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche BCE.

**Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]:** il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]:** il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

**Redditi per occupato o per ora lavorata [*compensation per employee or per hour worked*]:** la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

**Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]:** ammontare minimo che un ente creditizio deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un periodo di mantenimento di circa un mese.

**Riserve ufficiali** [*international reserves*]: attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

**Stabilità dei prezzi** [*price stability*]: il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

**Survey of Professional Forecasters (SPF)**: indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

**Svalutazione** [*write-down*]: correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

**Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali)** [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. Gli indici del TCE nominale dell'euro sono calcolati rispetto a due gruppi di paesi partner: il TCE-21 (comprendente gli 11 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e 10 partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-41 (composto dal TCE-21 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

**Tassi di interesse delle IFM** [*MFI interest rates*]: i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

**Tassi di interesse di riferimento della BCE** [*key ECB interest rates*]: tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali e quello sui depositi presso la banca centrale.

**Tasso minimo di offerta** [*minimum bid rate*]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

**Titoli di stato indicizzati all'inflazione** [*inflation-indexed government bonds*]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche, i pagamenti delle cui cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

**Titolo di debito [*debt security*]:** promessa da parte dell'emittente (prestatore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

**Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]:** tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

**Volatilità implicita [*implied volatility*]:** la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.